

BAB I

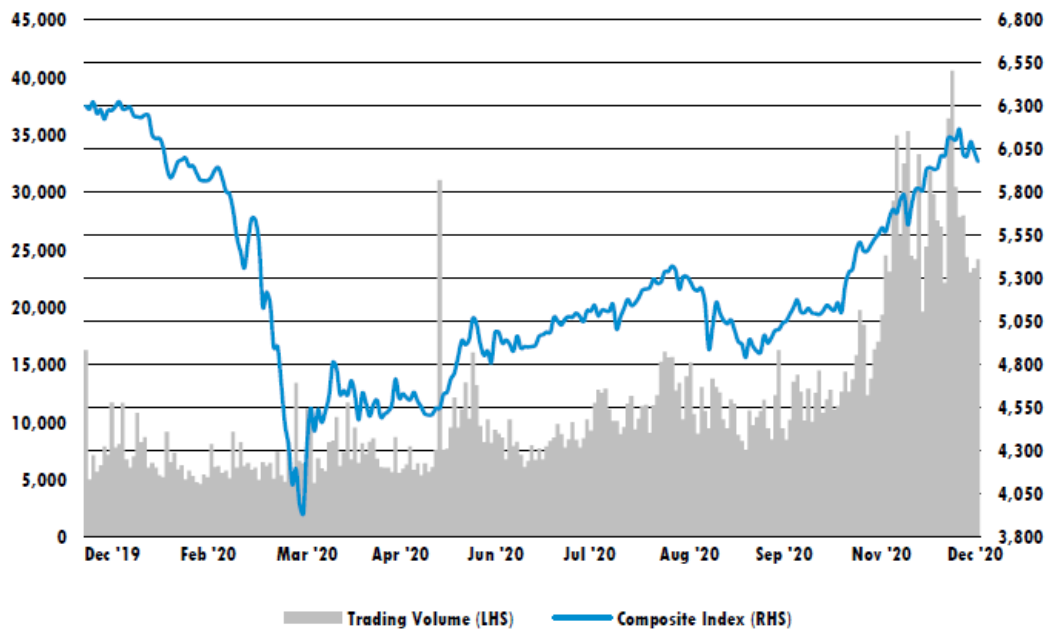
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar keuangan mengalami perubahan yang dinamis yang disebabkan oleh banyak faktor seperti faktor ekonomi, sosial, dan politik. Hal ini terlihat salah satunya pada tahun 2020, setelah pengumuman kasus pertama pasien COVID-19 di Indonesia pada tanggal 2 Maret 2020 kemudian disusul WHO menyatakan bahwa COVID-19 sebagai pandemi global pada tanggal 12 Maret 2020, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) melemah setelah beberapa kali perdagangan di Bursa Efek Indonesia dihentikan hingga mencapai titik terendah Rp 3.937 pada tanggal 24 Maret 2020. Sebagai tindak lanjut dari situasi pandemi tersebut, pemerintah memberlakukan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) yang bertujuan untuk meminimalisasi penyebaran virus. Pelemahan IHSG ini disebabkan oleh karena terjadinya kontraksi pasar yang menyebabkan banyaknya investor yang menghindari investasi di pasar saham Indonesia karena kekhawatiran akan dampak pandemi terhadap perekonomian. Sebagai upaya untuk mengurangi dampak pandemi terhadap perekonomian nasional, pemerintah mengambil berbagai kebijakan seperti pemberian stimulus, insentif, dan penurunan tingkat suku bunga acuan.

Dalam perkembangannya, kondisi perekonomian nasional yang sempat mengalami kontraksi hingga resesi kembali membaik, IHSG juga menunjukkan kenaikan dan kestabilan membuat pasar modal khususnya pasar saham kini semakin diminati masyarakat karena investasi saham menjanjikan *return* yang

tinggi dibandingkan dengan investasi pada instrumen lainnya, ditambah dengan penurunan tingkat suku bunga membuat pasar saham berada dalam kondisi *bullish*.



Gambar 1.1 Indeks Harga Saham Gabungan (IHS) dan Volume Perdagangan Pasar Saham Tahun 2020 (Sumber: IDX *Monthly Statistic December 2020*)

Fenomena ini menunjukkan adanya sentimen investor dalam proses pengambilan keputusan investasi. Perilaku investor dalam menghadapi perubahan tersebut berbeda-beda. Dalam teori keuangan, pengambilan keputusan investor terutama keputusan investasi di pasar keuangan dibedakan berdasarkan perilaku dan persepsi investor terhadap risiko.

Teori ekonomi klasik percaya bahwa semua pasar efisien, di mana harga sepenuhnya ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Menurut Fama (1965), teori ini menerangkan bahwa semua pembuat keputusan menunjukkan penghindaran risiko yang rasional, seseorang mengambil keputusan dengan membandingkan biaya dan manfaat (*utility*) dari tindakan yang berbeda, mereka

memiliki kemampuan memproses informasi yang tidak terbatas sehingga keputusan yang dipilih adalah keputusan yang akan menghasilkan utilitas tertinggi sehingga membuat pengambil keputusan tidak mungkin mengungguli pasar. Sedangkan menurut Shefrin (2009), teori keuangan perilaku (*behavioral finance*) mengaplikasikan faktor psikologi dalam pengambilan keputusan keuangan di pasar keuangan, di mana perilaku investor direfleksikan dalam harga saham dan fluktuasi pasar. Teori keuangan perilaku menyatakan bahwa investor bersifat tidak rasional yaitu dengan mengambil keputusan di bawah risiko atau ketidakpastian karena mengharapkan adanya prospek keuntungan sehingga menyebabkan harga aset berbeda dengan nilai fundamentalnya (Kahneman dan Tversky, 1979). Pengambilan keputusan oleh investor seringkali bukan hanya mempertimbangkan nilai fundamental tetapi juga ada optimisme dan pesimisme investor terhadap kondisi pasar. Hal ini menunjukkan adanya perilaku investor yang tidak rasional di pasar modal.

Telah banyak penelitian sebelumnya yang membahas tentang perilaku investor baik investor yang rasional maupun investor yang tidak rasional. Teori ekonomi klasik menganggap perilaku investor bukan merupakan faktor pengaruh terhadap harga saham. Sesuai dengan *efficient market hypothesis* (EMH) oleh Fama (1965), pasar dikatakan efisien jika harga saham ekuitas mencerminkan semua informasi yang diperlukan sehingga investor menunjukkan penghindaran risiko yang rasional. *Random walk theory* menyatakan bahwa perubahan harga saham terjadi secara acak dan tidak terduga sehingga tidak dapat diprediksi. Efisiensi informasi pasar tidak memungkinkan investor untuk mengungguli pasar karena harga pasar hanya dipengaruhi oleh informasi. Kepercayaan dari teori ini

yang mengasumsikan bahwa semua pembuat keputusan sepenuhnya rasional dianggap sebagai asumsi tidak masuk akal oleh teori keuangan perilaku. Penelitian-penelitian terkait teori perilaku keuangan menemukan bahwa teori ekonomi klasik ini gagal menjelaskan adanya kesalahan harga sistematis di pasar keuangan yang disebabkan oleh adanya faktor sentimen investor, karena sulit untuk memperkirakan bagaimana saham dengan perkiraan tingkat risiko pasar harus diperdagangkan pada harga yang menyiratkan tingkat pengembalian yang diharapkan. Kesalahan harga terjadi karena adanya perubahan sentimen di pihak pedagang yang tidak rasional dan batas arbitrase dari pihak rasional (Baker dan Wurgler, 2006).

Sebagai faktor psikologi, sentimen sebagai tindakan berlebihan dari investor yang tidak rasional berupa optimisme dan pesimisme investor terhadap pasar tidak mudah untuk diestimasi. Beberapa penelitian menggunakan proksi yang berbeda-beda untuk mengukur sentimen investor. Dengan menggunakan sentimen indeks yang diperoleh dari pengukuran langsung melalui Datastream dan Federal Reserve Economic Data (FRED) sebagai indeks sentimen konsumen, Bannigidadmath (2020) menguji apakah sentimen konsumen memprediksi *excess return* dari pasar agregat dan sembilan industri dan mendapatkan hasil bahwa perubahan sentimen konsumen tidak memprediksi *excess return* di indeks pasar Indonesia, dan ditemukan adanya perbedaan prediktabilitas antar industri. Selain melalui pengukuran langsung, banyak penelitian yang menggunakan pengukuran tidak langsung melalui penggunaan proksi sentimen investor seperti Mushinada dan Veluri (2018) menggunakan volume perdagangan sebagai indikator sentimen investor. Namun penggunaan variable tunggal dalam penelitian tidak cukup untuk

menjelaskan sentimen investor. Baker, dkk (2012) menggunakan indikator penentu pasar premi volatilitas (*volatility premium*), jumlah IPO (*numbers of IPO*), imbal hasil IPO (*returns on IPOs*), perputaran pasar (*market turnover*) untuk pasar saham Kanada, Prancis, Jerman, Jepang, Inggris, dan Amerika untuk menguji pengaruh sentimen lokal dan global di pasar saham. Baker, dkk (2012) menemukan bahwa sentimen global merupakan prediktor pelawan imbal hasil pasar. Sedangkan (Yu & Yuan (2011) menggunakan kombinasi antara hasil pengukuran langsung berupa *the Michigan Consumer Sentiment Index* dan pengukuran tidak langsung *closed-end fund discount rate, IPO activity, trading volume* sebagai indikator sentimen investor. P H dan Rishad (2020) menggunakan indikator sentiment investor berupa volume perdagangan, *put-call ratio, advance-decline ratio, market turnover, share turnover* dan jumlah IPO untuk menguji pengaruhnya terhadap volatilitas, dan didokumentasikan bahwa sentimen yang tidak rasional menyebabkan volatilitas pasar. Tidak jauh berbeda, Naik dan Padhi (2016) menggunakan *advance declining ratios, put-call ratios, numbers of IPO, price earning ratios, turnover rates, trading volumes, dan mutual funds net flow* untuk mengonstruksikan indeks sentimen investor, dan menemukan hasil bahwa indeks sentimen berpengaruh secara signifikan terhadap kelebihan pengembalian pasar.

Berdasarkan teori “*market noise*” yang diperkenalkan oleh Black (1986), kebisingan (*noise*) ada dalam aktifitas perekonomian di pasar keuangan membuat pasar tidak efisien dan dapat menghambat investor dalam mendapatkan keuntungan dari ketidakefisienan. Kebisingan seringkali sulit untuk bisa dibedakan dengan informasi. Pedagang terinformasi berdagang berdasarkan

informasi yang akurat, sedangkan *noise trader* berdagang berdasarkan kebisingan di pasar keuangan dan menyeimbangkan risiko sistematis dan non sistematis dari suatu aset. Kebisingan memungkinkan terjadinya perdagangan spekulatif dan menunjukkan inefisiensi pasar. Sinha dkk. (2013) menyatakan bahwa perilaku pedagang arbitrase yang terinformasi berbeda dari *noise trader*. Keuntungan komparatif yang mungkin diperoleh oleh pedagang terinformasi menyediakan peluang arbitrase, sedangkan perilaku *noise trader* dalam mengejar harga pada kemungkinan keuntungan arbitrase bukan suatu strategi yang baik untuk pedagang *intraday*. Dalam teori keuangan yang menyatakan pasar efisien, *noise* dianggap sebagai reaksi *noise trader* terhadap aktivitas arbitrase rasional yang menyebabkan *overpricing* atau *underpricing* saham selama periode sentimen tinggi dan rendah. Perdagangan yang berhubungan dengan *noise trader* menyebabkan harga aset yang sebagian besar dipegang oleh investor menyimpang dari fundamental ekonomi; sentimen tidak terkait pada fundamental makro ekonomi dapat mempengaruhi harga aset yang sebagian besar dimiliki oleh *noise trader* (Lemmon dan Portniaguina, 2006). Namun dalam teori keuangan perilaku, *noise* merupakan bagian dari perilaku yang tidak rasional, di mana kebisingan ini dianggap sebagai informasi.

Salah satu informasi yang juga mempengaruhi sentimen investor adalah faktor ekonomi makro. Faktor seperti tingkat pengangguran, tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, tingkat suku bunga memiliki implikasi penting bagi pembuat kebijakan yang pada akhirnya akan mempengaruhi pengambilan keputusan oleh investor di pasar keuangan. Berdasarkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang diperkenalkan oleh Ross (1976), imbal hasil dari suatu instrumen

investasi tidak hanya dipengaruhi oleh portofolio pasar tetapi juga oleh berbagai faktor risiko lainnya (Rusiadi dan Novalia, 2017). Investor mengambil keputusan investasi berdasarkan persepsinya terhadap risiko, dan persepsi ini ditentukan dari faktor psikologis investor terkait risiko. Selain itu, persepsi investor menentukan tingkat toleransinya terhadap risiko sehingga mempengaruhi tindakannya dalam menyikapi informasi pasar. Tujuan investasi yaitu untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. “*High risk high return*” menjadi prinsip dalam investasi yang merupakan gambaran hubungan antara risiko dan imbal hasil investasi. Saham merupakan salah satu instrumen investasi yang memiliki risiko dan imbal hasil yang tinggi. Risiko yang ditimbulkan dari investasi saham berupa pergerakan harga saham yang menunjukkan fluktuasi pasar yang disebut dengan volatilitas pasar saham.

Indonesia sebagai pasar berkembang (*emerging market*) di mana investor mempunyai persepsi terhadap risiko lebih lengkap dibandingkan pasar lainnya dan informasi perusahaan yang tidak sepenuhnya tercermin dalam harga saham. Volatilitas pasar saham dari negara berkembang lebih tinggi dibandingkan dengan negara mapan karena perbedaan pengetahuan investor, regulasi, jumlah dan ukuran perusahaan. Karena tingkat volatilitas yang tinggi ini, maka pasar berkembang ini menjadi sangat menarik bagi investor karena dapat memberikan tingkat pengembalian yang tinggi. Berbeda dengan pasar yang mapan, pergerakan harga saham lebih stabil sehingga tingkat risiko dan pengembalian lebih kecil.

Oleh karena adanya perbedaan pandangan dari teori ekonomi klasik dan teori keuangan perilaku terkait perilaku investor dan pengaruhnya terhadap pengambilan keputusan investasi, perbedaan pengukuran sentimen investor

sebagai suatu faktor psikologi, dan dampak dari *noise trader* terhadap tindakan investor menyebabkan dilakukannya pengujian terhadap sentimen investor dan faktor ekonomi makro dalam mempengaruhi *return* dan volatilitas pasar saham. Pengetahuan terhadap hal ini berguna bagi pelaku pasar untuk mengerti peran sentimen investor dan faktor ekonomi makro dalam menentukan *return* dan volatilitas pasar dan untuk pengambilan keputusan dalam upaya mengoptimalkan portofolio.

1.2 Masalah Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang disampaikan, masalah pokok dalam penelitian mengenai pengaruh sentimen investor dan faktor ekonomi makro terhadap *return* dan volatilitas pasar saham ini dirumuskan ke dalam beberapa pertanyaan, yaitu sebagai berikut:

1. Apakah sentimen investor mempengaruhi *return* di pasar saham Indonesia?
2. Apakah indeks produksi industri mempengaruhi *return* pasar saham di Indonesia?
3. Apakah tingkat suku bunga acuan mempengaruhi *return* pasar saham di Indonesia?
4. Apakah nilai tukar mempengaruhi *return* pasar saham di Indonesia?
5. Apakah inflasi mempengaruhi *return* pasar saham di Indonesia?
6. Apakah sentimen investor mempengaruhi volatilitas pasar saham di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian mengenai pengaruh sentimen investor dan faktor ekonomi makro terhadap *return* dan volatilitas pasar saham yang dilakukan ini memiliki beberapa tujuan, di antaranya adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui adanya pengaruh positif dari sentimen investor terhadap *return* di pasar saham Indonesia
2. Untuk mengetahui adanya pengaruh positif dari indeks produksi industri terhadap *return* di pasar saham di Indonesia.
3. Untuk mengetahui adanya pengaruh negatif dari tingkat suku bunga acuan terhadap *return* di pasar saham di Indonesia.
4. Untuk mengetahui adanya pengaruh negatif dari nilai tukar terhadap *return* di pasar saham di Indonesia.
5. Untuk mengetahui adanya pengaruh negatif dari inflasi terhadap *return* di pasar saham di Indonesia.
6. Untuk mengetahui adanya pengaruh positif dari sentimen investor terhadap volatilitas pasar saham di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian tentang pengaruh sentimen investor dan faktor ekonomi makro terhadap *return* dan volatilitas pasar saham adalah:

1. Bagi keilmuan

Untuk memberikan sumbangan keilmuan bagi perkembangan ilmu manajemen keuangan atau manajemen investasi, khususnya tentang keuangan

perilaku, sentimen investor, faktor ekonomi makro, *return* dan volatilitas pasar saham.

2. Bagi investor

- a. Dapat memberikan pengetahuan kepada pelaku pasar tentang peran sentimen investor dan faktor ekonomi makro dalam menentukan *return* dan volatilitas pasar saham.
- b. Untuk memberikan masukan kepada investor dalam pengambilan keputusan investasi untuk mengoptimalkan portofolio.

1.5 Batasan Penelitian

Untuk membatasi ruang lingkup penelitian agar penelitian tetap fokus pada rumusan masalah dan tujuan penelitian, maka permasalahan dibatasi pada:

1. Variabel yang digunakan adalah sentimen investor; faktor makro ekonomi berupa indeks produksi industri, tingkat suku bunga acuan, nilai tukar, dan inflasi; *return*; dan volatilitas pasar saham.
2. Variabel sentimen investor menggunakan empat variable yaitu volume perdagangan (*trading volume*), perputaran pasar (*market turnover*), *share turnover ratio*, dan *number of IPOs*.
3. Variabel *return* dan volatilitas pasar saham menggunakan data imbal hasil yang didapatkan melalui harga penutupan saham.
4. Obyek penelitian difokuskan pada pasar saham agregat (IHSG) selama periode tahun 2011 – 2020.
5. Tingkat keyakinan (*alpha α*) yang digunakan pada penelitian ini sebesar 10%.

1.6 Sistematika Pembahasan

Penulisan penelitian ini terdiri dari lima bab yang secara keseluruhan berhubungan satu sama lain. Sistematika penulisan ini ditujukan untuk memberikan gambaran tentang penelitian yang dilakukan. Adapun sistematika penulisan adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini diuraikan mengenai latar belakang masalah, masalah penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, dan sistematika pembahasan.

BAB II LANDASAN TEORI

Berisi teori-teori pendukung dan telaah literatur dari penelitian-penelitian terdahulu yang relevan yaitu terkait dengan sentimen investor, faktor ekonomi makro, *return*, dan volatilitas pasar saham, yang didapatkan melalui tinjauan pustaka, di mana teori-teori tersebut menjadi dasar pembentukan model atau kerangka pemikiran dan pengembangan hipotesis penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini berisi data yang digunakan dalam penelitian, model empiris, pengukuran variable yang memuat operasionalisasi masing-masing variable penelitian, dan metode analisis yang akan digunakan dalam analisis kuantitatif penelitian.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi deskripsi statistik, hasil proses data, dan hasil model empiris dari penelitian mengenai pengaruh sentimen investor, faktor ekonomi makro terhadap *return* dan volatilitas pasar saham ini.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab terakhir ini menguraikan kesimpulan yang diambil dari seluruh isi penelitian, keterbatasan penelitian, implikasi hasil penelitian, dan saran bagi penelitian selanjutnya.

