
Abnormal Return: Sentimen Investor Saat Bearish dan Bullish di Bursa Efek Indonesia

Victor Frannata F Saha ¹, Umi Murtini ^{2*}

Fakultas Bisnis, Universitas Kristen Duta Wacana
victorsaha2003@gmail.com , umimt@staff.ukdw.ac.id *

Manuskrip;

Diterima : 25 Maret 2026 ; Ditinjau: 29 Maret 2026; Publish : 31 Maret 2026

Diterbitkan: Maret 2026

***Korespondensi Penulis**

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh sentimen investor terhadap abnormal return saham dengan kondisi pasar sebagai variabel moderasi. Obyek penelitian digunakan perusahaan berkapitalisasi besar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2021–2025. Pengujian dilakukan menggunakan regresi moderasi dengan data panel. Data diperoleh dari Yahoo Finance. Sentimen investor diprosi menggunakan volume perdagangan saham, kondisi pasar diukur menggunakan variabel dummy. Abnormal return dihitung menggunakan selisih return aktual dan return pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sentimen investor berpengaruh positif terhadap abnormal return, sedangkan kondisi pasar berpengaruh negatif terhadap abnormal return. Kondisi pasar terbukti mampu memoderasi pengaruh sentimen investor terhadap abnormal return. Pengaruh sentimen investor bersifat dinamis dan bergantung pada fase pasar yang sedang berlangsung. Penelitian ini memberikan kontribusi empiris dalam literatur behavioral finance pada pasar berkembang dengan menunjukkan bahwa pembentukan abnormal return saham dipengaruhi oleh interaksi antara faktor perilaku investor dan dinamika kondisi pasar.

Kata Kunci: Sentimen Investor ; Abnormal Return ; Kondisi Pasar ; IHSG ; Pasar Bullish ; Pasar Bearish.

Abstract

This study aims to test the influence of investor sentiment on abnormal stock returns with market conditions as a moderation variable. The research object was used by large-cap companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2021–2025. The test was carried out using moderation regression with panel data. Data obtained from Yahoo Finance. Investor sentiment is driven using stock trading volume, market conditions are measured using dummy variables. Abnormal returns are calculated using the difference between the actual return and the market return. The results show that investor sentiment has a positive effect on abnormal returns, while market conditions have a negative effect on abnormal returns. Market conditions have proven to be able to moderate the influence of investor sentiment on abnormal returns. The influence of investor sentiment is dynamic and depends on the ongoing market phase. This study makes an empirical contribution to the literature on behavioral finance in emerging markets by showing that the formation of abnormal stock returns is influenced by the interaction between investor behavior factors and the dynamics of market conditions.

Keywords: *Sentiment Investor ; Abnormal Returns ; Market Conditions ; JCI ; Bullish ; Bearish.*

PENDAHULUAN

Pergerakan harga saham di pasar modal secara tradisional dijelaskan melalui Efficient Market Hypothesis (EMH), bahwa harga mencerminkan informasi yang tersedia untuk investor. Investor dapat memperoleh abnormal return secara terbatas pada pasar modal yang memiliki efisiensi dalam bentuk setengah kuat, seperti Bursa Efek Indonesia (Hartono, 2017) Namun demikian, berbagai penelitian empiris menunjukkan bahwa dalam praktiknya harga saham tidak selalu mencerminkan nilai fundamental secara sempurna karena keputusan investasi sering dipengaruhi oleh faktor psikologis dan bias perilaku investor. Perspektif ini mendorong berkembangnya pendekatan behavioral finance yang menekankan pentingnya sentimen investor dalam proses pembentukan harga aset (de Jong et al., 2020). Sentimen investor menggambarkan tingkat optimisme maupun pesimisme investor terhadap prospek return saham yang tidak sepenuhnya didasarkan pada informasi fundamental. Perubahan sentimen investor dapat memengaruhi persepsi risiko, ekspektasi return, serta keputusan alokasi dana sehingga berdampak pada aktivitas perdagangan dan dinamika harga saham (Chan et al., 2023). Literatur empiris menunjukkan bahwa sentimen investor memiliki kemampuan dalam menjelaskan variasi return saham serta munculnya anomali pasar, khususnya pada pasar modal berkembang yang memiliki tingkat efisiensi relatif lebih rendah dibandingkan pasar maju (Wang et al., 2021). Indikator pasar seperti aktivitas pada perdagangan saham terbukti merefleksikan perubahan sentimen investor dan memiliki kemampuan dalam memprediksi volatilitas serta return saham pada berbagai horizon waktu (Gong et al., 2022).

Fenomena pengaruh sentimen investor menjadi semakin relevan dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia yang ditandai dengan banyaknya investor ritel serta dinamika volatilitas pasar yang relatif tinggi. Peningkatan partisipasi investor individu menyebabkan perubahan persepsi pasar lebih cepat tercermin dalam aktivitas perdagangan dan pergerakan harga saham. Penelitian empiris pada pasar saham Indonesia menunjukkan bahwa sentimen investor yang tercermin dari intensitas aktivitas perdagangan memiliki hubungan dengan return saham serta dapat memperkuat ketidakefisienan pasar (Zunara et al., 2023). Temuan serupa juga menunjukkan bahwa perilaku investor domestik berperan dalam memengaruhi pembentukan return saham dan meningkatkan sensitivitas pasar terhadap faktor non-fundamental (Nguyen et al., 2025).

Faktor sentimen investor dan dinamika return saham juga dipengaruhi oleh perubahan kondisi pasar yang tercermin dalam pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang menjadi salah satu indikator kinerja pasar modal. Perubahan IHSG yang mencerminkan dalam periode pasar bullish (bull market) dan pasar bearish (bear market) berpotensi memengaruhi perilaku investor dalam mengambil keputusan investasi. Pada kondisi pasar bullish, optimisme investor cenderung meningkat sehingga aktivitas perdagangan menjadi lebih agresif dan peluang terbentuknya abnormal return meningkat. Sebaliknya, pada kondisi pasar bearish investor cenderung meningkatkan sikap kehati-hatian sehingga tekanan jual meningkat dan abnormal return menurun.

Periode pasca pandemi COVID-19 sejak tahun 2021 menjadi fase penting dalam dinamika pasar saham Indonesia. Proses pemulihan ekonomi yang disertai dengan fluktuasi kebijakan moneter global serta perubahan ekspektasi pertumbuhan menyebabkan volatilitas pasar tetap tinggi. Penelitian terbaru menunjukkan bahwa pada periode pemulihan pasca pandemi, sensitivitas return saham terhadap sentimen investor meningkat seiring dengan perubahan likuiditas dan aktivitas perdagangan di pasar modal (Gao et al., 2024). Sentimen investor juga terbukti memengaruhi sensitivitas return saham

terhadap faktor fundamental perusahaan sehingga memperkuat peran faktor perilaku dalam pembentukan harga saham (Fonou-Dombeu et al., 2024).

Hubungan antara sentimen investor dan return saham juga tidak bersifat konstan, melainkan dipengaruhi oleh kondisi pasar yang terjadi. Penelitian empiris menunjukkan bahwa pengaruh sentimen investor pada return saham dapat berbeda saat pasar bullish atau bearish sehingga ini menegaskan pentingnya memasukkan kondisi pasar sebagai variabel moderasi dalam analisis empiris (Moodley et al., 2025). Dengan demikian, pengujian interaksi antara sentimen investor dan kondisi pasar menjadi relevan dalam menjelaskan variasi abnormal return saham.

Meskipun penelitian mengenai sentimen investor telah berkembang pesat, sebagian besar studi sebelumnya menggunakan indikator sentimen agregat tingkat pasar serta berfokus pada pasar maju. Penelitian yang menguji sentimen investor berbasis aktivitas perdagangan pada tingkat saham individual dengan mempertimbangkan kondisi pasar sebagai variabel moderasi dalam konteks pasar berkembang, khususnya Indonesia, masih relatif terbatas. Selain itu, kajian empiris yang secara khusus menyoroti dinamika hubungan tersebut pada periode pemulihan pasca pandemi juga belum banyak dilakukan. Studi terbaru menunjukkan bahwa sentimen investor memiliki kemampuan dalam memprediksi return dalam keadaan pasar yang tepat pada jangka waktu yang lebih panjang atau pendek, dengan adanya bukti empiris bahwa pasar yang masih berkembang dan memerlukan pengujian lebih lanjut (Nguyen et al., 2025).

Penelitian mengenai investor sentiment telah berkembang pesat, sebagian besar studi sebelumnya masih memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, mayoritas penelitian menggunakan indikator sentimen agregat pada tingkat pasar sehingga belum mampu menangkap dinamika perilaku investor pada tingkat saham individual. Kedua, pendekatan empiris yang digunakan umumnya bersifat linear dan belum mempertimbangkan perubahan kondisi pasar (bullish dan bearish) sebagai faktor yang memengaruhi hubungan antara sentimen dan return saham. Ketiga, penelitian pada pasar berkembang, khususnya di Indonesia yang menguji sentimen berbasis aktivitas perdagangan dengan mempertimbangkan kondisi pasar sebagai variabel moderasi pada periode pasca pandemi masih sangat terbatas. Penelitian ini menawarkan kebaruan dengan mengintegrasikan proksi sentimen berbasis aktivitas perdagangan pada tingkat saham individual serta memasukkan kondisi pasar sebagai variabel moderasi dalam menjelaskan pembentukan abnormal return saham pada pasar berkembang.

Kebaruan dalam penelitian ini terletak pada penggunaan proksi sentimen berbasis aktivitas perdagangan pada tingkat saham individual yang dikombinasikan dengan variabel kondisi pasar sebagai moderasi dalam satu model empiris, serta penerapannya pada konteks pasar berkembang Indonesia pada periode pasca pandemi 2021–2025.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bahwa pengaruh sentimen investor terhadap terbentuknya sebuah abnormal return saham serta menguji peran suatu kondisi pasar berdasarkan pada pergerakan dengan melihat Indeks Harga Saham Gabungan sebagai sebuah variabel yang moderasi di perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2021–2025. Pada penelitian ini diharapkan dapat memberikan suatu kontribusi akademis dalam pengembangan literatur behavioral finance dengan menyediakan bukti empiris terbaru pada pasar berkembang. Selain itu pada penelitian ini juga dapat diharapkan dapat membantu para investor dalam memahami dinamika pembentukan abnormal return saham sehingga dapat meningkatkan efektivitas pengambilan keputusan investasi.

METODE

Penelitian ini melakukan pendekatan secara kuantitatif dengan memanfaatkan data sekunder. Data diolah dalam bentuk data panel dengan menggabungkan data secara runtut waktu (time series) dengan data antar perusahaan (cross section). Penggunaan data panel memungkinkan analisis hubungan antarvariabel dilakukan secara lebih komprehensif karena mampu menangkap heterogenitas karakteristik perusahaan sekaligus dinamika perubahan variabel sepanjang periode pengamatan. Selain itu, pendekatan panel dinilai mampu meningkatkan efisiensi estimasi parameter, mengurangi potensi multikolinearitas, serta memperbesar derajat kebebasan observasi dibandingkan penggunaan data time series atau cross section secara terpisah. Dalam penelitian pasar modal modern, regresi panel juga banyak digunakan untuk menguji pengaruh faktor behavioral terhadap kinerja saham karena mampu menangkap variasi lintas perusahaan dan perubahan kondisi pasar secara simultan (Wang et al., 2021). Data penelitian diperoleh dari platform keuangan global Yahoo Finance yang menyediakan data historis harga penutupan saham, volume perdagangan, serta indeks pasar secara konsisten dan terstandarisasi. Pemanfaatan basis data digital internasional dalam penelitian empiris keuangan dinilai memiliki reliabilitas tinggi serta memungkinkan transparansi metodologi dan replikasi penelitian. Data penelitian digunakan data bulanan selama pada periode Januari 2021 hingga Desember 2025. Pemilihan periode pasca pandemi dilakukan untuk menangkap dinamika pembentukan return saham pada fase pemulihan ekonomi serta meningkatnya partisipasi investor ritel di pasar modal Indonesia. Selain itu, penggunaan frekuensi bulanan dipilih untuk mengurangi volatilitas jangka sangat pendek yang umumnya muncul pada data harian akibat market microstructure noise, namun tetap mampu merepresentasikan perubahan sentimen investor dalam jangka menengah (Gao et al., 2024; Zhang et al., 2023). Dengan periode pengamatan tersebut diperoleh total observasi sebanyak 660.

Penelitian menggunakan populasi semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode yang purposive sampling dalam kriteria saham termasuk kategori kapitalisasi besar, memiliki likuiditas tinggi dan aktif diperdagangkan selama periode penelitian, tergabung dalam indeks LQ45, serta memiliki ketersediaan data harga dan volume perdagangan yang lengkap dan konsisten. Pemilihan saham berkapitalisasi besar dilakukan karena saham jenis ini umumnya memiliki tingkat efisiensi harga yang relatif lebih tinggi, menjadi acuan investor institusional dalam pengambilan keputusan investasi, serta memiliki sensitivitas yang kuat terhadap perubahan sentimen pasar (Wang et al., 2021).

Jumlah sampel penelitian diperoleh sebanyak 11 perusahaan. Pengolahan data menggunakan prinsip keseimbangan data panel (balanced panel), yaitu ketersediaan observasi yang lengkap sepanjang periode pengamatan. Dalam penelitian ekonometrika pasar modal, penggunaan balanced panel sangat dianjurkan karena mampu meningkatkan efisiensi estimasi parameter dan mengurangi potensi bias akibat missing observations maupun unbalanced structure. Tidak seluruh saham dalam indeks LQ45 memenuhi kriteria konsistensi data selama periode 2021–2025 karena adanya perubahan komposisi indeks secara periodik, variasi tingkat likuiditas perdagangan, serta keterbatasan ketersediaan data historis. Oleh karena itu, pemilihan 11 saham dilakukan untuk menjaga stabilitas model estimasi sekaligus memastikan validitas hasil penelitian (Wang et al., 2021).

Sampel penelitian diperoleh dari sektor industri yang beragam sehingga mampu merepresentasikan dinamika pasar saham Indonesia secara agregat. Pendekatan lintas sektor penting dalam penelitian behavioral finance karena reaksi sentimen investor tidak hanya terjadi pada sektor tertentu, melainkan dapat memengaruhi pergerakan harga saham secara luas terutama pada saham berkapitalisasi besar yang

memiliki kontribusi signifikan terhadap pembentukan indeks pasar (Gao et al., 2024). Data sampel penelitian dapat dilihat dalam tabel 1 di bawah ini:

Tabel 1. Sampel Penelitian

No	Emitmen	Kode
1	Bank Central Asia Tbk	BBCA
2	Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	BBRI
3	Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI
4	Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI
5	Astra International Tbk	ASII
6	Telkom Indonesia (Persero) Tbk	TLKM
7	United Tractors Tbk	UNTR
8	Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
9	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
10	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN
11	Kalbe Farma Tbk	KLBF

Model penelitian dalam studi ini dikembangkan berdasarkan perspektif behavioral finance yang menekankan bahwa keputusan investasi tidak selalu rasional dan sering dipengaruhi oleh faktor psikologis seperti optimisme maupun pesimisme investor. Sentimen investor diyakini mampu memengaruhi dinamika permintaan dan penawaran saham sehingga berdampak pada pembentukan abnormal return di pasar modal (Gao et al., 2024; Zhang et al., 2023). Dalam pasar saham yang dinamis, pengaruh sentimen investor terhadap return saham juga dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar secara keseluruhan. Pada kondisi pasar bullish, optimisme investor cenderung meningkat sehingga tekanan beli saham menjadi lebih kuat dan berpotensi memperbesar peluang munculnya abnormal return. Sebaliknya, pada kondisi pasar bearish, ketidakpastian yang tinggi dapat mendorong sentimen terhadap pergerakan harga saham (Fonou-Dombeu et al., 2024; Gao et al., 2024). Oleh karena itu, penelitian ini memposisikan kondisi pasar sebagai variabel moderasi dalam hubungan antara sentimen investor dan abnormal return (Fonou-Dombeu et al., 2024).

Data penelitian meliputi volume perdagangan saham, harga penutupan dan indeks harga gabungan saham. Pada indeks harga gabungan digunakan sebagai salah satu proksi return pasar karena dalam hal ini sangat mencerminkan suatu pergerakan harga saham secara agregat di Bursa Efek Indonesia dan menjadi indikator utama kondisi pasar modal domestik yang digunakan investor dalam mengevaluasi kinerja portofolio serta dalam proses pengambilan keputusan investasi (Nguyen et al., 2025). Penggunaan indeks pasar sebagai benchmark dalam pengukuran abnormal return juga umum dilakukan dalam penelitian empiris keuangan untuk menangkap reaksi harga saham terhadap informasi maupun perubahan sentimen pasar secara keseluruhan (Nur Aulia, n.d., 2026).

Penelitian ini menggunakan sejumlah variabel utama yang meliputi return saham, return pasar, abnormal return, sentimen investor, kondisi pasar, serta variabel interaksi sebagai bentuk moderasi. Setiap variabel dioperasionalkan secara kuantitatif dengan pendekatan yang lazim digunakan dalam literatur keuangan empiris. Dalam rangka mengkuantifikasi variabel penelitian secara sistematis, setiap konstruk yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan ke dalam bentuk matematis yang terstandarisasi. Perumusan

ini didasarkan pada pendekatan yang telah umum digunakan dalam literatur keuangan, sehingga mampu merepresentasikan konsep teoritis ke dalam ukuran empiris yang dapat diolah secara statistik. Secara khusus, formulasi matematis dalam penelitian ini mencakup perhitungan return saham, return pasar, abnormal return, serta proksi investor sentiment dan kondisi pasar sebagai variabel moderasi.

Return saham individu dihitung berdasarkan perubahan harga saham dari satu periode ke periode berikutnya, yang dirumuskan sebagai:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R_{it} merupakan return saham perusahaan ipada periode t , P_{it} adalah harga saham pada periode t , dan P_{it-1} adalah harga saham pada periode sebelumnya. Formula ini digunakan karena mampu menangkap perubahan relatif nilai investasi yang diterima oleh investor dalam bentuk capital gain atau loss. Dengan menggunakan pembagian terhadap harga periode sebelumnya, return dinyatakan dalam bentuk persentase, sehingga memungkinkan perbandingan antar saham dengan skala harga yang berbeda. Selain itu, pendekatan ini merupakan metode standar dalam pengukuran return aktual dalam studi pasar modal. Return pasar diproksikan menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang mencerminkan kinerja agregat seluruh saham di pasar. Return pasar dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

R_{mt} adalah return pasar pada periode t , $IHSG_t$ merupakan nilai indeks pada periode t , dan $IHSG_{t-1}$ adalah nilai indeks pada periode sebelumnya. Penggunaan IHSG sebagai proksi return pasar didasarkan pada kemampuannya dalam merepresentasikan kondisi umum pasar modal Indonesia secara komprehensif. Dengan demikian, return pasar berfungsi sebagai benchmark yang digunakan untuk mengevaluasi apakah suatu saham berkinerja lebih baik atau lebih buruk dibandingkan dengan pasar secara keseluruhan.

Abnormal return digunakan untuk mengukur kelebihan atau kekurangan return yang diperoleh suatu saham dibandingkan dengan return pasar. Abnormal return dirumuskan sebagai:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

dAR_{it} merupakan abnormal return saham perusahaan ipada periode t . Formula ini mengasumsikan bahwa return pasar mencerminkan return yang diharapkan (expected return), sehingga selisih antara return aktual dan return pasar mencerminkan komponen abnormal yang tidak dapat dijelaskan oleh pergerakan pasar secara umum. Penggunaan abnormal return dalam penelitian ini bertujuan untuk mengisolasi pengaruh faktor spesifik, seperti sentimen investor, terhadap kinerja saham di luar pengaruh sistematis pasar.

Sentimen investor dalam penelitian ini diproksikan menggunakan perubahan logaritma natural dari volume perdagangan saham, yang dirumuskan sebagai:

$$Sent_{it} = \ln(\text{Volume}_{it}) - \ln(\text{Volume}_{it-1})$$

Volume_{it} adalah volume perdagangan saham perusahaan ipada periode t . Penggunaan volume perdagangan didasarkan pada asumsi bahwa peningkatan aktivitas transaksi mencerminkan

meningkatnya perhatian dan optimisme investor terhadap suatu saham. Transformasi logaritma natural digunakan untuk mengurangi potensi heteroskedastisitas serta mengubah data menjadi lebih mendekati distribusi normal. Selain itu, selisih logaritma merepresentasikan tingkat pertumbuhan relatif volume perdagangan, sehingga lebih sensitif dalam menangkap dinamika perubahan sentimen investor dibandingkan dengan nilai absolut.

Kondisi pasar diukur menggunakan variabel dummy yang membedakan antara kondisi pasar yang menguat (bullish) dan melemah (bearish), yang dirumuskan sebagai:

$$MK_t = \begin{cases} 1, & \text{jika } R_{mt} > 0 \\ 0, & \text{jika } R_{mt} \leq 0 \end{cases}$$

MK_t adalah indikator kondisi pasar pada periode t . Penggunaan variabel dummy ini bertujuan untuk menyederhanakan klasifikasi kondisi pasar sehingga dapat digunakan dalam analisis regresi. Nilai 1 menunjukkan kondisi pasar yang positif atau mengalami kenaikan, sedangkan nilai 0 menunjukkan kondisi pasar yang negatif atau stagnan. Pendekatan ini umum digunakan dalam penelitian keuangan untuk mengidentifikasi adanya perbedaan perilaku variabel dalam fase pasar yang berbeda.

Untuk menguji peran moderasi kondisi pasar terhadap hubungan antara sentimen investor dan abnormal return, digunakan variabel interaksi yang dirumuskan sebagai:

$$INT_{it} = Sent_{it} \times MK_t$$

Variabel interaksi ini memungkinkan analisis untuk menangkap efek kombinasi antara sentimen investor dan kondisi pasar. Secara khusus, variabel ini digunakan untuk menguji apakah pengaruh sentimen investor terhadap abnormal return menjadi lebih kuat atau lebih lemah ketika pasar berada dalam kondisi tertentu. Dengan kata lain, variabel ini berfungsi untuk mengidentifikasi adanya efek moderasi yang tidak dapat dijelaskan hanya oleh pengaruh langsung masing-masing variabel independen.

Berdasarkan pada seluruh variabel yang telah dioperasionalkan model empiris dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$AR_{it} = \alpha + \beta_1 Sent_{it} + \beta_2 MK_t + \beta_3 (Sent_{it} \times MK_t) + \varepsilon_{it}$$

Pada α merupakan konstanta, $\beta_1, \beta_2,$ dan β_3 adalah koefisien regresi yang menunjukkan besarnya pengaruh masing-masing variabel independen, serta ε_{it} adalah error term yang menangkap variabel lain di luar model. Model ini dirancang untuk menguji baik pengaruh langsung sentimen investor terhadap abnormal return maupun peran kondisi pasar sebagai variabel moderasi dalam hubungan tersebut, sehingga memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika perilaku investor di pasar modal.

Definisi operasional mencakup variabel dependen, variabel independen, variabel moderasi, serta variabel interaksi yang digunakan dalam model penelitian. Pengukuran masing-masing variabel dirumuskan menggunakan pendekatan matematis yang telah umum digunakan dalam literatur keuangan, sehingga memungkinkan hasil penelitian untuk direplikasi dan dibandingkan dengan studi sebelumnya. Secara sistematis, operasionalisasi variabel dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2. Operasionalisasi Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala
1	Abnormal Return	Selisih return saham dan return pasar	$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$	Rasio
2	Return Saham	Perubahan harga saham	$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$	Rasio
3	Return Pasar	Perubahan IHSG	$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$	Rasio
4	Investor Sentiment	Perubahan log volume perdagangan	$Sent_{it} = \ln(\text{Volume}_{it}) - \ln(\text{Volume}_{it-1})$	Rasio
5	Kondisi Pasar	Dummy pasar menguat/melemah	$MK_t = \begin{cases} 1 & R_{mt} > 0 \\ 0 & R_{mt} \leq 0 \end{cases}$	Dummy
6	Interaksi	Moderasi kondisi pasar	$INT_{it} = Sent_{it} \times MK_t$	Rasio

Analisis awal data di mulai pada melihat hasil uji statistik deskriptif untuk melihat gambaran karakteristik variabel penelitian dan dilakukan dengan estimasi regresi panel untuk mempertimbangkan bagaimana untuk pemilihan model seperti uji common effect model, fixed effect model, dan random effect model. Pada pemilihan model terbaik dapat dilakukan dengan melalui uji Chow dan uji Hausman untuk menentukan bagaimana model estimasi paling efisien serta konsisten (Wooldridge, 2010). Dalam proses ini pengolahan data di gunakan perangkat lunak EVIEWS versi 13.

HASIL

Pemilihan model regresi panel terbaik merupakan tahap awal dalam melakukan analisis empiris penelitian ini adalah menentukan spesifikasi model regresi panel yang paling sesuai dalam mengestimasi suatu hubungan antara sentimen investor, kondisi pasar, dan abnormal return. Pemilihan model panel merupakan proses metodologis yang penting karena kesalahan spesifikasi dapat menyebabkan estimasi parameter menjadi tidak efisien serta menghasilkan interpretasi hubungan antar variabel yang bias. Dalam studi pasar modal, untuk pemilihan antara pendekatan seperti pengujian common effect, fixed effect, dan random effect umumnya dilakukan agar dapat mengidentifikasi apakah dinamika return saham lebih dipengaruhi oleh karakteristik spesifik perusahaan atau oleh perubahan kondisi pasar secara agregat.

Dalam penelitian yang menggunakan sampel saham berkapitalisasi besar, homogenitas karakteristik perusahaan sering kali ditemukan karena saham jenis ini memiliki likuiditas tinggi, cakupan informasi yang luas, serta partisipasi investor institusional cukup besar. Kondisi tersebut menyebabkan variasi lintas perusahaan menjadi relatif kecil sehingga pergerakan return saham lebih banyak dipengaruhi oleh



faktor makro pasar dan perubahan sentimen investor dibandingkan faktor internal perusahaan (Wang et al., 2021).

Pemilihan model regresi panel selanjutnya dilakukan untuk memastikan bahwa estimasi hubungan antar variabel penelitian dilakukan menggunakan pendekatan yang paling efisien.

Hasil Uji Chow

Tabel 3. Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.221667	(10,646)	0.9943
Cross-section Chi-square	2.260831	10	0.9939

Sumber : Output E-Views 13 (Data diolah peneliti 2026)

Hasil uji Chow menunjukkan nilai probabilitas yang sangat tinggi sehingga model fixed effect tidak diperlukan. Pada temuan ini mengindikasikan suatu perbedaan yang karakteristik signifikan di antara suatu perusahaan memengaruhi pada variasi abnormal return secara individual. Penelitian empiris sebelumnya menunjukkan bahwa pada saham large capitalization, pergerakan return lebih banyak dipengaruhi oleh faktor pasar dan dinamika sentimen investor dibandingkan heterogenitas perusahaan (Chan et al., 2023).

Hasil Uji Hausman

Tabel 4. Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.449276	3	0.9299

Sumber : Output E-Views 13 (Data diolah peneliti 2026)

Hasil uji Hausman juga menunjukkan probabilitas yang tidak signifikan, yang berarti model random effect tidak memberikan estimasi parameter lebih baik dibandingkan pada model di common effect. Dengan demikian, penelitian ini menetapkan model common effect regression sebagai model estimasi terbaik, yang menunjukkan bahwa dinamika abnormal return dalam penelitian ini lebih dipengaruhi oleh perubahan sentimen investor dan kondisi pasar secara agregat. Pendekatan pooled regression juga banyak digunakan dalam penelitian behavioral finance yang berfokus pada faktor psikologis investor dan dinamika pasar global (Wang et al., 2021).

Hasil Uji Statistik Deskriptif

Tabel 5. Uji Statistik Deskriptif

	AR	SENT	MK	INT
Mean	-0.003734	-0.005609	0.483333	-0.023614
Median	-0.001863	-0.024008	0.000000	0.000000
Maximum	0.302085	1.426626	1.000000	0.877160
Minimum	-0.205734	-1.154865	0.000000	-0.936071

Std. Dev.	0.066038	0.337039	0.500101	0.228915
-----------	----------	----------	----------	----------

Sumber: Output E-Views 13 (Data diolah peneliti 2026)

Dalam tabel 4 menunjukkan terdapat rata-rata abnormal return -0.003734 . Abnormal return negatif mengindikasikan bahwa saham dalam sampel penelitian rata-rata menghasilkan kinerja di bawah return pasar selama periode pengamatan. Temuan ini dapat diinterpretasikan sebagai refleksi dari dinamika pasar pada fase transisi ekonomi pasca pandemi, di mana investor cenderung melakukan penyesuaian portofolio dan meningkatkan kehati-hatian terhadap aset berisiko (Gao et al., 2024; Paridhi & Ritika, 2025).

Standar deviasi abnormal return yang moderat menunjukkan bahwa fluktuasi harga saham berada dalam tingkat volatilitas yang relatif terkendali. Dalam perspektif market microstructure, volatilitas yang tidak terlalu tinggi sering dikaitkan dengan stabilitas likuiditas perdagangan serta distribusi order flow yang lebih merata di pasar. Kondisi ini mengindikasikan bahwa saham dalam sampel penelitian memiliki aktivitas perdagangan yang cukup aktif sehingga proses pembentukan harga dapat berlangsung secara relatif efisien.

Variabel sentimen investor menunjukkan nilai rata-rata negative (-0.005609) yang mencerminkan kecenderungan pesimisme investor selama periode penelitian. Literatur behavioral finance menekankan bahwa sentimen investor berperan dalam memengaruhi pembentukan return saham karena dapat mengubah persepsi terhadap risiko dan imbal hasil di luar faktor fundamental (Octafian et al., 2021). Distribusi variabel kondisi pasar yang relatif seimbang juga menunjukkan bahwa penelitian mencakup fase pasar bullish dan bearish sehingga pengujian efek moderasi dapat dilakukan secara lebih komprehensif.

Hasil Uji Goodnes Of Fit

Tabel 6. Goodnes of Fit

Adjusted R-squared	0.028067
Prob(F-statistic)	0.000076

Nilai Adjusted R-squared yang relatif kecil menunjukkan bahwa abnormal return merupakan fenomena kompleks yang dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi global, kebijakan moneter, dinamika arus modal internasional, serta perubahan sentimen global yang memengaruhi pasar keuangan (Gao et al., 2024). Namun demikian, probabilitas F yang signifikan menunjukkan bahwa model penelitian secara keseluruhan layak digunakan dalam menjelaskan hubungan antara sentimen investor, kondisi pasar, dan abnormal return.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menegaskan bahwa sentimen investor merupakan determinan penting dalam pembentukan abnormal return saham dan bahwa pengaruh tersebut bersifat dinamis karena dipengaruhi oleh kondisi pasar yang sedang berlangsung. Temuan ini memperkuat literatur behavioral finance yang menyatakan bahwa harga saham ini tidak bisa ditentukan oleh faktor fundamental tetapi juga oleh beberapa faktor psikologis para investor yang tercermin dalam aktivitas perdagangan (Cabedo-Peris et al., 2022).

Hasil Uji Regresi

Tabel 7. Uji Regresi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002009	0.003544	0.566980	0.5709
SENT	0.024116	0.010350	2.329977	0.0201
MK	-0.014449	0.005113	-2.825860	0.0049
INT	-0.058255	0.015208	-3.830495	0.0001

Sumber : Output E-Views 13 (Data diolah peneliti 2026)

Dari tabel 6 di atas terlihat bahwa sentiment investor berpengaruh positif terhadap abnormal return. Kondisi pasar (bearish atau bullish) berpengaruh negative terhadap abnormal return. Interaksi antara kondisi pasar dan sentiment investor berpengaruh negative terhadap abnormal return.

PEMBAHASAN

Hasil regresi menunjukkan bahwa sentiment investor berpengaruh positif terhadap abnormal return. Apabila investor memiliki sentiment positif maka harga saham akan meningkat sehingga akan meningkatkan abnormal return dari saham tersebut. Temuan ini secara langsung menjawab tujuan utama penelitian yang menyatakan bahwa perubahan sentiment investor mampu memengaruhi kinerja relatif saham terhadap pasar. Perubahan sentiment investor kearah positif akan meningkatkan nilai pasar. Sedangkan sentiment negative terhadap saham juga akan menurunkan harga saham, dengan demikian akan menurunkan abnormal return investor (Ozdemir & Kizildag, 2017).

Peningkatan optimisme investor yang tercermin melalui aktivitas perdagangan dapat meningkatkan tekanan permintaan sehingga harga saham bergerak lebih cepat dibandingkan return pasar. Penelitian empiris menunjukkan bahwa sentiment investor memengaruhi return saham melalui perubahan likuiditas perdagangan dan ekspektasi terhadap informasi baru di pasar modal (Gao et al., 2024).

Kondisi pasar yang memiliki pengaruh negatif terhadap abnormal return, menunjukkan bahwa fase siklus pasar memainkan peran penting dalam menandakan arah suatu pergerakan return saham. Pada kondisi pasar bearish, investor lebih cenderung meningkatkan aversi terhadap risiko dan melakukan rebalancing portofolio sehingga tekanan jual meningkat dan abnormal return menurun (Moodley et al., 2025). Saat kondisi Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan yang tercermin dengan penurunan IHSG akan menyebabkan investor berhati-hati untuk melakukan transaksi sahamnya. Sebagian investor akan menunggu kondisi membaik, akan tetapi sebagian investor yang mengalami kepanikan mereka akan cenderung menjual sahamnya. Kepanikan investor ini menyebabkan penurunan IHSG semakin dalam dan akibatnya abnormal return bagi investor juga semakin menurun (Budagaga, 2022). Selain itu, kondisi pasar juga terbukti memiliki peran pada abnormal return. Pada penelitian ini menunjukkan bahwa adanya fase siklus pasar memainkan peran penting dalam menentukan arah pergerakan return saham. Pada kondisi pasar bearish, investor cenderung meningkatkan kehati-hatian sehingga tekanan jual meningkat dan abnormal return menurun. Sebaliknya, pada kondisi pasar bullish, optimisme investor berpotensi meningkatkan peluang terbentuknya abnormal return positif.

Variabel interaksi yang berpengaruh negatif menunjukkan bahwa kondisi pasar mampu memoderasi hubungan antara sentiment investor dan abnormal return. Pada hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh

sentimen investor bersifat kontekstual dan bergantung pada fase pasar yang sedang berlangsung. Moderasi yang diperoleh adalah memperlemah, berarti bahwa sentiment investor yang semakin tinggi akan menyebabkan abnormal return yang diperoleh menjadi semakin tinggi pula. Akan tetapi ketika dimasukkan kondisi pasar, maka kondisi pasar ini malah memperlemah sentiment pasar dalam meningkatkan abnormal return. Literatur global menunjukkan bahwa pada pasar berkembang hubungan antara sentimen dan return saham cenderung lebih kuat karena dominasi investor ritel serta tingkat efisiensi pasar yang relatif lebih rendah dibandingkan pasar maju

Pada penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh sentimen investor terhadap abnormal return tidak bersifat universal, melainkan sangat dipengaruhi oleh kondisi pasar serta aktivitas perdagangan yang mencerminkan perilaku investor. Temuan ini konsisten dengan penelitian empiris terbaru yang mengindikasikan bahwa sentimen investor memiliki pengaruh signifikan terhadap return saham melalui mekanisme perubahan ekspektasi dan intensitas perdagangan di pasar keuangan (Jiang et al., 2021; Phan et al., 2023). Selain itu, hubungan antara sentimen dan return saham terbukti bersifat dinamis serta bergantung pada kondisi pasar yang sedang berlangsung, di mana efek sentimen dapat berbeda antara fase pasar bullish dan bearish (Huynh et al., 2025).

Penelitian ini tidak hanya memperkuat temuan sebelumnya yang menunjukkan bahwa sentimen investor berpengaruh terhadap return saham, tetapi juga memberikan bukti bahwa pengaruh tersebut bersifat kondisional dan dipengaruhi oleh kondisi pasar. Temuan ini melengkapi penelitian terdahulu yang cenderung mengasumsikan hubungan linear antara sentimen dan return, dengan menunjukkan bahwa pengaruh sentimen dapat melemah pada kondisi pasar tertentu, khususnya pada fase bearish. Dengan demikian, penelitian ini mengisi kesenjangan literatur dengan menegaskan bahwa hubungan antara sentimen investor dan abnormal return bersifat dinamis dan bergantung pada siklus pasar. Novelty penelitian ini terletak pada integrasi antara proksi sentimen berbasis aktivitas perdagangan pada tingkat saham individual dan kondisi pasar sebagai variabel moderasi dalam konteks pasar berkembang Indonesia, yang masih relatif terbatas dalam penelitian sebelumnya.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi praktis bagi investor untuk tidak hanya mempertimbangkan arah sentimen pasar, tetapi juga memperhatikan kondisi pasar dalam pengambilan keputusan investasi. Bagi akademisi, temuan ini membuka peluang pengembangan model empiris yang lebih dinamis dengan memasukkan variabel moderasi dalam analisis behavioral finance. Sementara itu, bagi regulator, hasil penelitian ini menegaskan pentingnya menjaga stabilitas pasar dan meningkatkan transparansi informasi guna mengurangi distorsi harga yang disebabkan oleh perilaku investor berbasis sentimen.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji seberapa pengaruh pada sentimen investor pada abnormal return saham serta menganalisis peran kondisi pasar sebagai variabel moderasi. Hasil analisis pada regresi di data panel terhadap beberapa perusahaan yang berkapitalisasi besar di Bursa Efek Indonesia pada 2021–2025, menunjukkan bahwa adanya perubahan optimisme maupun pesimisme investor yang tercermin melalui aktivitas perdagangan mampu memengaruhi kinerja saham relatif terhadap return pasar. Akan tetapi ketika sentimen investor disatukan dengan kondisi pasar bearish dan bullish, maka pengaruh sentimen investor terhadap abnormal return menjadi melemah.

Penelitian ini belum bisa menjawab sentimen investor pada saat kondisi pasar bearish akan menyebabkan peningkatan atau penurunan abnormal return. Begitu pula saat kondisi pasar bullish juga

belum dapat terlihat bahwa sentimen investor akan meningkatkan atau menurunkan abnormal return. Oleh karena itu disarankan bagi peneliti berikutnya untuk menguji masing-masing pengaruh kondisi pasar beserta sentimen investor terhadap abnormal return.

Secara teoritis, hasil penelitian ini memperkuat literatur behavioral finance yang menyatakan bahwa dimana harga saham tidak sepenuhnya dapat ditentukan oleh faktor fundamental, tetapi juga dipengaruhi namun faktor psikologis investor dan dinamika yang terjadi di pasar. Secara praktis, temuan penelitian ini memberikan implikasi bahwa investor perlu mempertimbangkan indikator sentimen investor serta kondisi pasar dalam merumuskan strategi investasi agar dapat meningkatkan efektivitas pengambilan keputusan investasinya. Selain itu, regulator pasar modal dapat menggunakan indikator sentimen investor sebagai salah satu alat pemantauan stabilitas pasar.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Pertama, pengukuran sentimen investor dalam penelitian ini masih terbatas pada proksi berbasis aktivitas perdagangan sehingga belum sepenuhnya mencerminkan aspek psikologis investor secara menyeluruh. Kedua, penelitian ini hanya menggunakan data pada periode tertentu sehingga hasil yang diperoleh mungkin belum sepenuhnya menggambarkan kondisi pasar dalam jangka panjang. Ketiga, variabel yang digunakan masih terbatas, sehingga terdapat kemungkinan adanya faktor lain di luar model yang dapat memengaruhi abnormal return saham.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan proksi sentimen yang lebih beragam dan memperluas periode penelitian serta menambahkan variabel lain yang relevan agar dapat memberikan hasil yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Budagaga, A. R. (2022). The validity of the irrelevant theory in Middle East and North African markets: conventional banks versus Islamic banks. *Journal of Financial Economic Policy*, 14(4), 491–514. <https://doi.org/10.1108/JFEP-06-2021-0148>
- Cabedo-Peris, J., González-Sala, F., Merino-Soto, C., Pablo, J. Á. C., & Toledano-Toledano, F. (2022). Decision Making in Addictive Behaviors Based on Prospect Theory: A Systematic Review. *Healthcare (Switzerland)*, 10(9), 1–16. <https://doi.org/10.3390/healthcare10091659>
- Chan, K. C., He, J., Li, C., & Zhang, L. (2023). Narcissistic managers and IPO underpricing. *International Review of Financial Analysis*, 89(July), 102807. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102807>
- de Jong, M. D. T., Huluba, G., & Beldad, A. D. (2020). Different Shades of Greenwashing: Consumers' Reactions to Environmental Lies, Half-Lies, and Organizations Taking Credit for Following Legal Obligations. *Journal of Business and Technical Communication*, 34(1), 38–76. <https://doi.org/10.1177/1050651919874105>
- Fonou-Dombeu, N. C., Nomlala, B. C., & Nyide, C. J. (2024). Investigating the effect of investor sentiment on stock return sensitivity to fundamental factors: case of JSE listed companies. *Cogent Business and Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2353846>

- Gao, Y., Zhao, C., & Wang, Y. (2024). Investor sentiment and stock returns: New evidence from Chinese carbon-neutral stock markets based on multi-source data. *International Review of Economics and Finance*, 92, 438–450. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.02.049>
- Gong, X., Zhang, W., Wang, J., & Wang, C. (2022). Investor sentiment and stock volatility: New evidence. *International Review of Financial Analysis*, 80. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102028>
- Hartono, J. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi* (11th ed.). BPFE.
- Huynh, N., De Mello, L., & Li, K. (2025). Evolution of investor sentiment: A systematic literature review and bibliometric analysis. *International Review of Economics & Finance*, 100, 104115. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104115>
- Jiang, B., Zhu, H., Zhang, J., Yan, C., & Shen, R. (2021). Investor Sentiment and Stock Returns During the COVID-19 Pandemic. *Frontiers in Psychology*, 12. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.708537>
- Moodley, F., Ferreira-Schenk, S., & Matlhaku, K. (2025). Investor Sentiment and South African Commodity Market Returns: Evidence from Switching Conditions. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 15(6), 200–208. <https://doi.org/10.32479/ijefi.20630>
- Nguyen, H. H., Ngo, V. M., Pham, L. M., & Van Nguyen, P. (2025). Investor sentiment and market returns: A multi-horizon analysis. *Research in International Business and Finance*, 74. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102701>
- Nur Aulia, F. (n.d.). Analysis of Abnormal Return and Trading Volume Activity on the Announcement of Danantara Holding in Conventional Banks Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). In *Journal of Islamic Economics and Business* (Vol. 8, Number 1).
- Octafian, M., Wijayanti, A., & Masitoh, E. (2021). Pengaruh DER, Roa, NPM dan EPS Terhadap Underpricing Studi Kasus: Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering di BEI. *Jurnal Dinamika Ekonomi Pembangunan*, 4(1), 15–20.
- Ozdemir, O., & Kizildag, M. (2017). Does franchising matter on IPO performance?: An examination of underpricing and post-IPO performance. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 29(10). <https://doi.org/10.1108/IJCHM-11-2015-0662>
- Phan, T. N. T., Bertrand, P., Phan, H. H., & Vo, X. V. (2023). The role of investor behavior in emerging stock markets: Evidence from Vietnam. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87, 367–376. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.07.001>
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2021). Investor sentiment and stock returns: Global evidence. *Journal of Empirical Finance*, 63, 365–391. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2021.07.010>
- Wooldridge. (2010). *Econometric Analysis of Panel Data*.

Zhang, X., Li, G., Li, Y., Zou, G., & Wu, J. G. (2023). Which is more important in stock market forecasting: Attention or sentiment? *International Review of Financial Analysis*, 89, 102732. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102732>

Zunara, E., Hakim, D. B., & Sembel, R. (2023). Interaction between Stock Return and Retail Investor Sentiment on the Indonesia Stock Market. *Hong Kong Journal of Social Sciences*, 60(No. 60 Autumn/Winter 2022). <https://doi.org/10.55463/hkjss.issn.1021-3619.60.69>

