



ANALISA PENGARUH SENTIMEN INVESTOR TERHADAP TINGKAT PENGEMBALIAN SAHAM PADA PASAR AMERIKA SERIKAT

Vincent ⁽¹⁾, Candy ⁽²⁾
vincentaon2@gmail.com
Candy.chua@uib.ac.id
Universitas Internasional Batam

Abstrak

Di tengah pandemi, banyak orang kehilangan pekerjaan, berada dalam posisi untuk diberhentikan, atau tidak dapat melanjutkan aktivitas yang berupa sumber pendapatan mereka. Ditambah lagi faktor dimana masyarakat diwajibkan untuk tetap tinggal di rumah dalam daya memperlambat tingkat penyebaran virus, tentunya mereka akan mencoba mencari sumber pendapatan alternatif. Investasi adalah salah satu alternatif yang dapat dilakukan dari kenyamanan rumah seseorang. Dikarenakan popularitasnya baru-baru ini, terdapat gelombang investor baru yang memasuki pasar saham. Investor baru diketahui rentan terhadap pengambilan keputusan berbasis sentimen. Sentimen investor sulit diukur karena merupakan konsep yang cukup abstrak. Penelitian ini mendekonstruksi proksi indeks sentimen Baker-Wurgler menjadi variabel individual yaitu *closed-end fund discount*, *Number IPO*, *IPO first-day return*, *equity issues*, dan *dividend premium* bersama dengan indeks kepercayaan konsumen untuk menentukan signifikansinya terhadap return saham, dimana regresi ini dikontrol oleh variabel spesifik perusahaan seperti ukuran perusahaan, rasio book to market, leverage, ROE dan ROA. Studi ini menemukan jumlah IPO dan diskon dana tertutup memiliki korelasi yang signifikan dengan return saham, serta premi dividen berkorelasi negatif dengan return saham. Sementara masalah ekuitas, return hari pertama IPO dan indeks kepercayaan pelanggan sebagian besar tidak signifikan terhadap return saham.

Kata kunci: Sentimen Investor, Pengembalian Saham, S&P 500, Indeks Sentimen Baker-Wurgler, CCI

Abstract

Amid the pandemic, countless people either lost their job, are in a position to be laid off, or unable to continue their source of income. Alongside the fact that the masses are obligated to stay at home to slow infection rates, it is to be expected that they will try to find an alternative source of income. Investing is one of those alternatives that can be done from the comfort of one's home. Due to its' recent popularity, a wave of new investors has entered the stock market. New investors are known to be prone to sentiment-based decision making. Investor sentiment is difficult to quantify as it is quite an abstract concept. This study



deconstructs Baker-Wurgler sentiment index's proxies into individual variables namely closed-end fund discount, Number IPO, IPO first-day return, equity issues, lastly dividend premium alongside customer confidence index to determine their significance on stock return, in which this regression is controlled by firm specific variables such as firm size, book to market ratio, leverage, ROE and ROA. This study found the number of IPOs and closed-end fund discount have a significant correlation with stock return, as well as dividend premiums being negatively correlated to stock return. Meanwhile equity issues, IPO first-day returns and customer confidence index to be largely insignificant towards stock return.

Keywords: *Investor Sentiment, Stock Return, S&P 500, Baker-Wurgler Sentiment Index, CCI*

PENDAHULUAN

Investasi adalah suatu hal sering didengar dan mulai terintroduksi ke dalam kehidupan banyak orang akhir-akhir ini. Dalam pandemi COVID-19 ini dimana aktivitas masyarakat dibatasi diluar dari tempat tinggalnya sendiri dan ditambah dengan pemberhentian pekerjaan massal yang terjadi pada banyak orang, tentunya masyarakat akan mulai mencari cara alternatif dalam menghasilkan uang diluar dari sumber pendapatan utamanya. Teori-teori finansial klasik pada umumnya adalah berdasarkan *efficient market hypothesis* (EMH) yang mengasumsikan partisipan-partisipan dalam pasar yang dikenal sebagai investor bertindak dan mengambil keputusan secara rasional berdasarkan informasi yang ada dalam pasar (Kumari & Mahakud, 2016). Akan tetapi investor-investor yang bertindak secara tidak rasional dan mendorong harga menjauh dari nilai intrinsik atau fundamentalnya sudah dikenal sejak lama (Black, 1986).

Dalam teori finansial klasik, pasar saham tidak memberikan tempat untuk investor-investor yang disebut *noise trader*, dikarenakan pasar akan selalu kembali ke fundamental dalam jangka Panjang, sehingga para *noise trader* akan dipaksa dari pasar secara kerugian yang cukup besar (Smales, 2017). Sebaliknya, *behavioural finance* atau teori keuangan perilaku mengusulkan bahwa bias dan perasaan investor mempengaruhi tindakan-tindakan tidak rasional pada investor sendiri (McGurk et al., 2020). Sentimen investor adalah sebuah komponen perilaku dalam volatilitas harga aset, yang secara luasnya didefinisikan sebagai sebuah kepercayaan terhadap arus kas dan objek investasi masa depan yang tidak berdasarkan fakta (Baker & Wurgler, 2006). Aksi oportunistik dan stokastik akibat sentimen investor menyebabkan harga aset menjadi sulit diprediksi dan membatasi arbitrase alami pasar sehingga menghasilkan dampak berjangka panjang pada pasar (Wang et al., 2021). Sentimen investor sulit diukur secara langsung, penelitian-penelitian terdahulu menggunakan proksi-proksi dari survei pasar atau investor individu, *data mining*, analisis tekstual, sosial media maupun media konvensional (Baker & Wurgler, 2006, Sayim & Rahman, 2015, Curatola et al., 2016, Guo et al., 2017, Shi et al., 2018, McGurk et al., 2020). Salah satu cara alternatif yang diteliti adalah dengan *consumer confidence index* yang merupakan pengukuran dari penyimpulan optimisme/ pesimisme konsumen dalam pasar (Corredor et al., 2015).

Penelitian ini menggunakan proksi-proksi terbaru dari Baker dan Wurgler (2006) yang terdiri dari closed-end fund discount, Number IPO, IPO first-day return, equity issues dan dividend premium beserta consumer confidence index untuk menganalisa korelasi

antara variabel-variabel diatas sebagai sentimen investor terhadap *stock return* dengan menggunakan karakteristik perusahaan berupa *firm size*, *book to market ratio*, *leverage*, *ROE* dan *ROA* sebagai variabel kontrol (Anusakumar et al., 2017; Husna & Satria, 2019; Ma et al., 2018). Data perusahaan yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah saham dari sektor teknologi dari S&P 500 dari tahun 2008 hingga 2018. Penelitian dilakukan pada saham perusahaan sektor teknologi karena saham teknologi digolongkan sebagai saham yang nilainya lebih subjektif, sulit di arbitrasi dan lebih waspada terhadap perubahan sentimen investor (Mbanga et al., 2019).

TINJAUAN PUSTAKA

Pengembalian saham adalah hasil berbuah yang diperoleh melalui investasi (Legiman et al., 2015). Tingkat pengembalian saham dinyatakan dalam bentuk proporsi dari nilai investasi awal. Ekspektasi pengembalian yang besar pada umumnya dikorelasikan juga dengan pengambilan risiko yang lebih besar (Parwati & Sudiarta, 2016). Pengembalian saham dapat berupa keuntungan maupun kerugian dari investasi yang dilihat dari perubahan dan pergerakan harga saham (Mariani et al., 2016).

Jumlah penerbitan ekuitas yang tinggi memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham dan menandakan keberhasilan kegiatan perusahaan dalam pemindahan pembiayaan antara ekuitas dan hutang sehingga mengurangi biaya modal perusahaan (Baker dan Wurgler, 2007). Kumari dan Mahakud (2016) dan Sun et al. (2016) juga menemukan signifikan pengaruhnya terhadap naik turunnya harga saham dengan notasi sentimen negatif lebih berpengaruh daripada sentimen positif. Lao et al. (2018) mendapatkan variabel sentimen ini kurang signifikan dalam jangka waktu pendek tetapi menunjuk pada kemungkinannya dalam jangka panjang. Sedangkan Aghababaei dan Madani (2021), Anand et al. (2021) dan Emmanuel dan Ahmed (2020) mendapatkan hasil yang tidak signifikan antara variabel penerbitan ekuitas terhadap pengembalian saham.

H1: Equity Issues berpengaruh positif terhadap Stock Return

Permintaan pokok terhadap jumlah IPO sangat sensitif terhadap sentimen investor. Bankir investasi memiliki frasa “jendela-jendela peluang” untuk masa-masa disaat penerbitan IPO berubah-ubah. Penelitian ini mendapatkan pengaruh signifikan positif antara jumlah IPO dengan pengembalian saham (Baker dan Wurgler, 2007). Aissia (2016), Kumari dan Mahakud (2016), Naik dan Padhi (2016), dan Sun et al. (2016) juga menemukan signifikan pengaruhnya terhadap naik turunnya harga saham dengan notasi sentimen negatif lebih berpengaruh daripada sentimen positif. Lao et al. (2018) mendapatkan sentimen ini kurang signifikan dalam jangka waktu pendek tetapi menunjuk pada kemungkinannya dalam jangka panjang.

H2: Number IPO berpengaruh positif terhadap Stock Return

Fluktuasi dan volatilitas harga IPO pada hari pertama penerbitan atau penawaran IPO tersebut terkadang sangat besar hingga sulit untuk menemukan alasan lain daripada antusiasme investor (Baker dan Wurgler, 2007). Pengaruh yang didapat adalah signifikan

positif. Aissia (2016), Kumari dan Mahakud (2016), dan Sun *et al.* (2016) juga menemukan signifikan pengaruhnya terhadap naik turunnya harga saham dengan notasi sentimen negatif lebih berpengaruh daripada sentimen positif. Lao *et al.* (2018) mendapatkan sentimen ini kurang signifikan dalam jangka waktu pendek tetapi menunjuk pada kemungkinannya dalam jangka panjang. Sedangkan Zhou (2018), Emmanuel dan Ahmed (2020), Aghababaei dan Madani, (2021) dan Anand *et al.*, (2021) mendapatkan hasil yang tidak signifikan antara variabel pengembalian IPO pada hari pertama terhadap pengembalian saham.

H3: IPO First-Day Return berpengaruh positif terhadap Stock Return

Nilai premi dividen dapat menjelaskan kecenderungan perusahaan dalam membayarkan dividen secara historis (Baker dan Wurgler, 2007). Pada saat nilai premi dividen rendah atau menjadi diskon, maka terlihat persepsi kepentingan investor terhadap dividen menjadi kecil yang berarti 2 hal, yaitu perusahaan tidak mendapatkan manfaat yang diharapkan jika membayarkan dividen dan persepsi investor terhadap probabilitas *capital gain* lebih besar. Nilai premi dividen memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pengembalian saham. Kumari dan Mahakud (2016) dan Sun *et al.* (2016) juga menemukan signifikan pengaruhnya terhadap naik turunnya harga saham dengan notasi sentimen negatif lebih berpengaruh daripada sentimen positif. Ding *et al.* (2019) dan Reis dan Pinho (2020) mendapatkan hasil pengaruh signifikan yang negatif. Lao *et al.* (2018) mendapatkan sentimen ini kurang signifikan dalam jangka waktu pendek tetapi menunjuk pada kemungkinannya dalam jangka panjang.

H4: Dividend Premium berpengaruh negatif terhadap Stock Return

Dalam rangka *closed-end fund* banyak dipegang oleh investor ritel, maka rata-rata diskon yang ada pada *fund* tersebut dapat dilihat sebagai sebuah proksi sentimen investor (Baker dan Wurgler, 2007). Pada saat diskon tersebut menjadi semakin besar, maka selisih nilai aset asli dari reksadana terbatas dengan nilainya di pasar juga semakin besar. Selisih tersebut jika dalam bentuk diskon menandakan sentimen investor yang *bearish* sehingga memiliki pengaruh signifikan negatif pada pengembalian saham. Zhou (2018), Reis dan Pinho (2020) dan Aghababaei dan Madani (2021) dalam penelitiannya menemukan hasil pengaruh yang signifikan positif. Sedangkan Kumari dan Mahakud (2016) dan Sun *et al.* (2016) menemukan signifikan pengaruhnya terhadap naik turunnya harga saham dengan notasi sentimen negatif lebih berpengaruh daripada sentimen positif. Lao *et al.* (2018) mendapatkan sentimen ini kurang signifikan dalam jangka waktu pendek tetapi menunjuk pada kemungkinannya dalam jangka panjang.

H5: Closed-End Fund Discount berpengaruh negatif terhadap Stock Return

Indeks keyakinan konsumen berhubungan positif dengan sentimen investor dan dapat digunakan sebagai pengukur sentimen investor seperti yang dilakukan pada penelitian Corredor *et al.* (2015), Pan (2020), dan Wang *et al.* (2021). Corredor *et al.* (2015) dan Pan (2020) mendapatkan pengaruh signifikan positif sedangkan Wang *et al.* (2021) mendapatkan pengaruh signifikan negatif pada pengembalian saham. Akan tetapi, Al Barghouthi *et al.* (2017), Emmanuel dan Ahmed (2020), Rachman dan Wijayanto

(2021) dan Loang, 2022 menemukan bahwa variabel indeks keyakinan konsumen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap penegmbalian saham.

H6: Consumer Confidence Index berpengaruh positif terhadap Stock Return

METODE PENELITIAN

Penentuan objek penelitian ini dilakukan melalui metode *purposive sampling* atau disebut juga dengan *judgement sampling* dimana penulis memilih sampel secara disengajakan melalui sifat-sifat sampel yang diinginkan (Etikan, 2016). Objek penelitian yang dipilih adalah perusahaan-perusahaan teknologi yang termasuk dalam S&P 500 dengan laporan keuangan triwulan yang memadai dari kuartal pertama 2008 hingga kuartal akhir 2018. Jumlah perusahaan yang termasuk dalam S&P 500 pada waktu penelitian adalah 75 perusahaan. Dari 75 perusahaan tersebut, total dari 58 perusahaan membuka perusahaannya ke pasar saham sebelum tahun 2008.

Notasi khusus diberikan kepada beberapa perusahaan sebagai berikut, PayPal Holdings Inc atau disingkat dengan PYPL awalnya merupakan hak property eBay Inc yang baru dipisahkan (*spin off*) pada pertengahan tahun 2015. Saham QRVO merupakan hasil *merger* dari 2 perusahaan yaitu RF Micro Devices Inc dan TriQuint Semiconductor Inc yang baru menyelesaikan penggabungan tersebut pada Januari 2015. Kemudian perusahaan Xilinx atau disingkat dengan XLNX diakusisi oleh Advanced Micro Devices atau AMD yang juga merupakan salah satu perusahaan yang menjadi objek penelitian ini. Sehingga PYPL, QRVO dan XLNX tidak digunakan sebagai objek penelitian ini. Dengan begitu, jumlah akhir sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 55 perusahaan.

Pengembalian saham adalah suatu keuntungan yang datang dari aksi investasi selama periode waktu tertentu. Tingkat pengembalian saham dinyatakan dalam bentuk proporsi dari nilai investasi awal. Dalam penelitian ini, pengembalian saham yang dimaksud adalah *capital gain/loss* yang berdasarkan naik atau turunnya harga saham. Pengembalian ini hendak dihitung per satu periode sehingga membandingkan nilai saham pada periode tersebut dengan periode sebelumnya. Nilai pengembalian ini akan dilogaritmakan kepada nilai natural logarithm-nya. Menurut Miskolczi (2017) rumus perhitungan pengembalian saham tertera sebagai berikut:

$$\ln\left(\frac{P_t}{P_0}\right) = R[0, T]$$

Pengukuran jumlah pembiayaan ekuitas yang dilakukan dalam pasar dibandingkan dengan total penerbitan ekuitas dan utang dari seluruh perusahaan dalam pasar (Baker & Wurgler, 2007).

$$equity\ issues = \frac{equity\ issues}{total\ equity\ and\ debt\ issues\ by\ all\ corporations}$$

Closed-end fund adalah semacam reksadana yang diterbitkan perusahaan investasi dengan jumlah terbatas dan kemudian didagangkan dalam pasar saham (Baker & Wurgler, 2007). Diskon (atau terkadang premi) dalam variabel ini mereferensikan selisih dari nilai aset bersih reksadana dengan harga reksadana dalam pasar.

$$CEFD = \frac{\text{average fund net asset value}}{\text{average fund market price}}$$

IPO atau initial public offering adalah sebuah proses atau aksi penawaran saham pertama kali kepada publik oleh perusahaan tertutup. Dengan melakukan IPO atau menjual sahamnya kepada publik, perusahaan tersebut otomatis berubah menjadi perusahaan terbuka. Variabel ini menggunakan volume penawaran IPO pada pasar (Baker & Wurgler, 2007).

Penawaran saham perdana oleh perusahaan baru sifatnya sangat spekulatif dan dikarenakan kapitalisasi pasarnya yang amat kecil maka harganya sangat tidak stabil. Fluktuasi harga ini paling terlihat pada hari pertama saham tersebut diperdagangkan (Baker & Wurgler, 2007).

$$\text{Return IPO} = \frac{\text{average return on IPO first day}}{\text{number of IPO on corresponding day}}$$

Saham yang membayarkan dividen secara konsisten kepada pemegang sahamnya mirip dengan sifat obligasi yang memberikan sebuah keamanan kepada pemegangnya dalam bentuk arus pendapatan yang cukup dapat diprediksi. Premium disini merupakan perbedaan nilai yang dibayar investor dalam membeli saham yang membagikan dividen dan saham yang tidak membagikan dividen (Baker & Wurgler, 2007).

$$DIVP = \frac{\text{average MTB ratio dividend paying stocks}}{\text{average MTB ratio non dividend paying stocks}}$$

Indeks keyakinan konsumen merupakan sebuah data kuantitatif dari hasil survei untuk mengukur optimism atau pesimisme konsumen terhadap kondisi ekonomi saat ini dan masa depan. Nilai indeks merupakan suatu ringkasan atau ikhtisar rencana menabung dan belanja rumah tangga umum serta evaluasi masyarakat terhadap faktor-faktor ekonomi pokok (Corredor et al., 2015).

Metode analisa data yang digunakan adalah regresi data panel. Regresi data panel adalah sebuah metode analisis yang dapat menyajikan data lebih banyak dengan jumlah komponen yang lebih besar, metode analisis ini juga dapat menfaktorkan variabel yang memiliki beberapa kekurangan data dalam variabel yang digunakan. Langkah dimulai dari mencari statistik deskriptif variabel, melakukan pemilihan model pengujian melalui uji Chow, Hausman, ataupun *Lagrange Multiplier* diikuti dengan uji F, uji t, dan uji koefisien determinasi. Tabel 1 dan 2 dibawah menjabarkan hasil uji *chow* dan *lagrange multiplier* dalam regresi panel pemilihan model terbaik yaitu *random effect model* (REM).

Tabel 1. Hasil uji chow

<i>Effects Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob</i>
<i>Cross-section F</i>	0,685	(54,681)	0,9623
<i>Cross-section Chi-square</i>	37,348	54	0,9600

Sumber : Data diolah, 2022

Tabel 2. Hasil uji lagrange multiplier

	<i>Cross-section</i>	<i>Time</i>	<i>Both</i>
<i>Breusch-Pagan</i>	11,173 (0,008)	25728,65 (0.000)	25739.82 (0,000)

Sumber : Data diolah, 2022

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3 berikut menyajikan hasil statistik deskriptif dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian.

Tabel 3. Hasil statistik deskriptif

Variabel	N	Min	Maks	Mean	Standar Deviasi
RETURN	6882	-0,486	0,642	0,012	0,090
S	6882	0,074	0,272	0,132	0,050
NIPO	6882	0,000	37,000	15,001	8,858
RIPO	6882	-0,199	0,460	0,132	0,111
DivP	6882	-0,130	0,101	-0,043	0,043
CEFD	6882	0,019	0,182	0,093	0,026
CCI	6882	97,267	101,715	99,929	1,301
SIZE(M)	6882	172,496	406794	23246	45575
BM	6882	0,020	9,587	0,452	0,702
LEV	6882	0,074	9,976	1,392	1,544
ROA	6882	-0,210	0,207	0,022	0,033
ROE	6882	-0,524	0,556	0,047	0,086

Sumber : Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil yang disajikan pada tabel diatas, tingkat pengembalian saham pada penelitian ini berkisar dari -0,486 (-48,6%) hingga 0,642 (64,2%) sebagai nilai minimum dan nilai maksimumnya. Akan tetapi rata-rata tingkat pengembalian saham diketahui hanya 0,012 (1,2%) dengan standar deviasi 0,090 (9%), mengindikasikan tingkat pengembalian saham pada perusahaan-perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini cukup normal dan stabil diluar dari beberapa periode tertentu.

Variabel *equity issues* berkisar dari 0,074 (7,4%) hingga 0,272 (27,2%) sebagai nilai minimum dan maksimumnya. Rata-rata persentase pendanaan yang datang dari penerbitan lembar saham baru di bursa saham pada periode yang diteliti adalah 0,132 (13.2%). Standar deviasi sumber pendanaan melalui penerbitan lembar saham baru adalah 0,050.

Variabel *number IPO* menunjukkan jumlah perusahaan yang *go public* atau melakukan IPO-nya berkisar 0 atau tidak ada sama sekali hingga 37 perusahaan dalam satu bulan. Rata-rata jumlah perusahaan yang melakukan IPO pada bursa saham amerika

serikat dari periode awal 2008 hingga akhir 2018 adalah 15,001 perusahaan per bulannya. Dengan begitu, periode dimana perusahaan lebih berkenan atau tidak berkenan untuk melaksanakan IPO-nya dapat menjadi indikasi sentimen investor pada saat itu. Standar deviasi jumlah IPO per periodenya adalah 8,858.

Variabel *return IPO* terlihat berkisar dari -0,199 (-19,9%) hingga 0,460 (46%) sebagai nilai minimum dan nilai maksimumnya. Rata-rata dari pengembalian IPO pada hari pertama ia menawarkan saham perusahaannya diketahui sebesar 0,132 (13,2%). Standar deviasi antara periode pengembalian IPO adalah 0,111.

Variabel *dividend premium* berkisar dari -0,130 (-13%) hingga 0,101 (10,1%) sebagai nilai minimum dan nilai maksimumnya. Rata-rata jumlah nilai lebih atau premi yang sedia dibayar investor untuk saham-saham yang membagikan dividen ternyata -0,043 (-4,3%), hal ini mengindikasikan bahwa secara historis, investor lebih memilih saham yang tidak membagikan dividen dibandingkan saham yang membagikan dividen. Standar deviasi premi untuk saham dividen adalah 0,043.

Variabel *closed-end fund discount* berkisar dari 0,019 (1,9%) hingga 0,182 (18,2%) sebagai nilai minimum dan nilai maksimumnya. Rata-rata diskon yang diberikan reksadana tertutup dibandingkan dengan pembelian aset sekuritasnya secara satuan adalah 0,093 (9,3%). Standar deviasi diskon yang diberikan dari periode ke periode adalah 0,026.

Variabel *consumer confidence index* berkisar dari nilai 97,267 hingga 101,715 sebagai nilai minimum dan maksimumnya. Nilai ini menunjukkan hasil survei pendapat konsumen yang cukup stabil pada periode penelitian ini. Rata-rata nilai indeks keyakinan konsumen yaitu 99,929. Dikarenakan nilai 100 pada indeks keyakinan konsumen merupakan tolok ukur atau standar perbandingan dengan indeks keyakinan konsumen pada saat 1985, terlihat bahwa secara rata-rata keyakinan konsumen dinilai sedikit lebih rendah daripada tahun 1985. Standar deviasi indeks keyakinan konsumen yakni 1,301.

Variabel *firm size* berkisar dari total aset sebesar 172 juta dolar (\$ 172.496.000) hingga 406 milyar dolar (\$ 406.794.000.000) sebagai nilai minimum dan maksimumnya. Rata-rata total aset perusahaan yang digunakan sebagai objek penelitian ini adalah 27 milyar dolar (\$ 27.596.000.000). Standar deviasi total aset perusahaan-perusahaan yang diteliti adalah 53 milyar dolar (\$ 53.015.000.000).

Variabel *book to market ratio* berkisar dari 0,003 hingga 9,588 sebagai nilai minimum dan maksimumnya. Hal ini menunjukkan bahwa dalam perusahaan-perusahaan yang digunakan dalam objek penelitian, terdapat periode-periode dimana satu atau lebih dari perusahaan tersebut mengalami masalah finansial sehingga memiliki nilai aset yang rendah tetapi masih menahan harga sahamnya di bursa. Rata-rata rasio ini diketahui sebagai 0,469 dan memiliki standar deviasi 0,824.

Variabel *leverage* berkisar dari 0,074 (7,4%) hingga 9,976 (997,6%) sebagai nilai minimum dan maksimumnya. Nilai rasio hutang yang tinggi tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan yang diteliti sangat menggunakan hutang dalam permodalan dan operasinya sehingga meningkatkan tingkat pertumbuhan dan juga meningkatkan resiko usaha tersebut. Berkemungkinan besar terdapat perusahaan-perusahaan yang kesulitan membayarkan kewajibannya. Rata-rata rasio ini diketahui sebesar 1,392 (139,2%), hal ini menunjukkan juga bahwa rata-rata perusahaan yang

diteliti menggunakan utang dalam jumlah yang cukup besar. Standar deviasi rasio ini adalah 1,544.

Variabel *return on asset* berkisar dari -0,210 (-21%) hingga 0,207 (20,7%) sebagai nilai minimum dan maksimumnya. Rata-rata pengembalian perusahaan jika dibanding dengan asetnya adalah 0,022 (2,2%). Standar deviasi rasio ini adalah 0,033. Sedangkan variabel *return on equity* berkisar dari -0,524 (-52,4%) hingga 0,556 (55,6%) sebagai nilai maksimum dan minimumnya. Jarak yang ekstrim ini mengindikasikan bahwa terdapat satu atau beberapa perusahaan yang pernah mengalami masalah dengan modal atau ekuitasnya yang kemudian diselamatkan dengan suatu penjualan besar atau injeksi dana. Argumen ini dibantu dengan ROA yang cukup normal pada perusahaan-perusahaan yang sama. Rata-rata pengembalian terhadap modal perusahaan-perusahaan ini adalah 0,047 (4,7%) dan standar deviasinya berupa 0,086.

Dari hasil uji yang dijabarkan pada tabel 4 dibawah, dengan menggunakan *random effect model*, nilai *f-statistic* model penelitian ini adalah 0,000. Nilai ini membuktikan signifikansi dampak dari seluruh variabel independen ataupun variabel yang diperlakukan seperti variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terhadap variabel dependen *stock return* secara bersamaan karena nilai probabilitas yang didapatkan lebih rendah dari 0,05.

Tabel 4. Hasil uji F

Variabel Dependen	Uji F	Sig
RETURN	<i>F-statistic</i>	5,859
	<i>Prob (F-statistic)</i>	0,000

Sumber : Data diolah, 2022

Berdasarkan hasil regresi panel yang telah dilaksanakan dibawah, pembahasan atas hipotesis-hipotesis penelitian akan dibahas lebih lanjut pada bagian berikut.

Tabel 5. Hasil uji t

Variabel	Koefisien	Prob.	Kesimpulan
S	0,020231	0,4024	Tidak signifikan
NIPO	0,000463	0,0012	Signifikan positif
RIPO	-0,004402	0,6802	Tidak signifikan
DivP	-0,110804	0,0002	Signifikan negatif
CEFD	0,158233	0,0003	Signifikan positif
CCI	0.083177	0,3630	Tidak signifikan

Sumber : Data diolah, 2022

Sesuai dengan hasil regresi variabel *equity issues* yang tertera pada tabel diatas, nilai probabilitas diketahui sebesar 0,4024 dengan nilai koefisien diketahui yaitu 0,020. Hasil ini membuktikan bahwa variabel *equity issues* walau memiliki koefisien positif, tidak berdampak signifikan terhadap *stock return* sehingga hipotesis H1 tidak diterima. Hasil ini selaras dengan penelitian Aghababaei dan Madani (2021) dan Emmanuel dan Ahmed (2020). Menurut Anand *et al.* (2021), *equity issues* walau dapat menjadi sebuah indikasi bahwa perusahaan memiliki kepercayaan bahwa sentimen konsumen sedang baik ataupun buruk, tetapi penambahan modal melalui penerbitan lembar saham baru

dapat terjadi karena keperluan perusahaan secara internal sehingga terefek oleh berbagai faktor selain daripada sentimen konsumen.

Sesuai dengan hasil regresi variabel *number IPO* yang tertera pada tabel diatas, nilai probabilitas diketahui sebesar 0,0012 dengan nilai koefisien diketahui yaitu 0,0004. Hasil ini membuktikan bahwa variabel *number IPO* memiliki dampak signifikan yang positif terhadap *stock return* sehingga hipotesis H2 diterima. Hasil ini selaras dengan penelitian Aissia (2016) dan Sun *et al.* (2016). Menurut Kumari dan Mahakud (2016), jumlah penerbitan IPO menunjukkan jumlah permintaan investor terhadap spekulasi saham baru, yang dapat mengindikasikan harapan baik investor terhadap masa depan.

Sesuai dengan hasil regresi variabel *IPO First-Day Return* yang tertera pada tabel diatas, nilai probabilitas diketahui sebesar 0,6802 dengan nilai koefisien diketahui yaitu -0,004. Hasil ini membuktikan bahwa variabel *IPO First-Day Return* tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap *stock return* sehingga hipotesis H3 tidak diterima. Hasil ini selaras dengan penelitian Zhou (2018) dan Emmanuel dan Ahmed (2020), Anand *et al.* (2021). Menurut Aghababaei dan Madani (2021), pengembalian saham IPO pada hari pertama memberikan gambaran bahwa investor memiliki sentimen yang kuat terhadap kinerja perusahaan di pasar saham, tetapi variabel tersebut tidak memiliki efek yang berlangsung lama atau dapat dikatakan efek dari variabel tersebut memiliki jangka waktu yang pendek.

Sesuai dengan hasil regresi variabel *Dividend Premium* yang tertera pada tabel diatas, nilai probabilitas diketahui sebesar 0,0002 dengan nilai koefisien diketahui yaitu -0,110. Hasil ini membuktikan bahwa variabel *Dividend Premium* memiliki dampak signifikan yang negatif terhadap *stock return* sehingga hipotesis H4 diterima. Hasil ini selaras dengan penelitian Kumari dan Mahakud (2016) dan Sun *et al.* (2016), dan Reis dan Pinho (2020). Menurut Ding *et al.* (2019), nilai premi dividen dapat menjelaskan kecenderungan perusahaan dalam membayarkan dividen secara historis. Pada saat nilai premi dividen rendah atau menjadi diskon, maka terlihat persepsi kepentingan investor terhadap dividen menjadi kecil yang berarti 2 hal, yaitu perusahaan tidak mendapatkan manfaat yang diharapkan jika membayarkan dividen dan persepsi investor terhadap probabilitas *capital gain* lebih besar.

Sesuai dengan hasil regresi variabel *Closed-End Fund Discount* yang tertera pada tabel diatas, nilai probabilitas diketahui sebesar 0,0003 dengan nilai koefisien diketahui yaitu 0,158. Hasil ini membuktikan bahwa variabel *Closed-End Fund Discount* memiliki dampak signifikan positif terhadap *stock return* sehingga hipotesis H5 tidak diterima. Hasil ini selaras dengan penelitian Aghababaei dan Madani (2021) dan Reis dan Pinho (2020). Menurut Zhou (2018), diskon terhadap reksadana tertutup dapat menggambarkan sentimen yang sedang rendah, tetapi variabel ini bergerak dengan sifat sedikit *lagged* dimana investor dapat melihatnya sebagai sebuah peluang yang dapat dikapitalisasikan dalam pasar, sehingga dapat meningkatkan pengembalian saham setelah efek jangka pendeknya.

Sesuai dengan hasil regresi variabel *Consumer Confidence Index* yang tertera pada tabel diatas, nilai probabilitas diketahui sebesar 0,3630 dengan nilai koefisien diketahui yaitu 0,083. Hasil ini membuktikan bahwa variabel *Consumer Confidence Index* tidak memiliki dampak signifikan terhadap *stock return* sehingga hipotesis H6 tidak diterima.

Hasil ini selaras dengan penelitian Al Barghouthi *et al.* (2017), Emmanuel dan Ahmed (2020), dan Rachman dan Wijayanto (2021). Menurut Loang (2022), indeks keyakinan konsumen tidak dapat mencerminkan secara langsung sentimen investor luas pada periode publikasi saat itu. Hal ini dikarenakan sifat sentimen yang selalu berubah-ubah dari waktu ke waktu. Sehingga indeks keyakinan konsumen ini dapat menjadi variabel yang dapat digunakan secara *lagged* dengan mengetahui periode survei tersebut dilaksanakan.

Tabel 6 menunjukkan bahwa nilai *adjusted R-squared* adalah 0,007 atau 0,7%. Nilai ini menunjukkan bahwa variabel yang digunakan dalam model penelitian ini mampu untuk menjelaskan variabel *stock return* sebesar 0,7%. Pengaruh yang kecil ini dikarenakan sifat topik sentimen investor yang memang sulit untuk diukur karena banyak faktor-faktor yang perlu dikonsiderasikan dalam menetapkan nilai sentimen investor tersebut.

Tabel 6. Hasil uji koefisien determinasi

Koefisien Determinasi	Sig
<i>R-squared</i>	0.009
<i>Adjusted R-squared</i>	0,007

Sumber : Data diolah, 2022

KESIMPULAN

Penelitian ini bermaksud untuk meneliti pengaruh atau hubungan sebab akibat antara variabel independen yaitu *equity issues*, *closed-end fund discount*, *Number IPO*, *IPO first-day return*, *dividend premium* dan *consumer confidence index* sebagai ukuran sentimen investor terhadap pengembalian saham sebagai variabel dependen, disertai dengan variabel kontrol berupa karakteristik perusahaan yang terdiri dari *firm size*, *book-to-market ratio*, *leverage*, *ROA* dan *ROE*. Objek penelitian yang dipilih adalah perusahaan-perusahaan teknologi yang termasuk dalam S&P 500 dengan laporan keuangan triwulan yang memadai dari kuartal pertama 2008 hingga kuartal akhir 2018.

Equity issues terbukti tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap pengembalian saham. *Number IPO* terbukti memiliki dampak yang signifikan positif terhadap pengembalian saham. Jumlah penerbitan saham perdana oleh perusahaan baru mengindikasikan permintaan investor yang tinggi dan harapan baik terhadap masa depan pasar. *IPO first day return* terbukti tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap pengembalian saham. *Dividend premium* terbukti memiliki dampak signifikan negatif terhadap pengembalian saham, karena nilai yang investor dapat korbankan dalam mengejar dividen bertolak-belakang dengan persepsi masa depannya. *Closed-end fund discount* terbukti memiliki pengaruh signifikan positif terhadap pengembalian saham. Variabel ini mungkin berupa variabel yang tertinggal atau *lagged* sehingga efek jangka pendeknya malah mengakibatkan sebuah *reversal* akibat spekulasi investor. *Consumer confidence index* terbukti tidak memiliki dampak signifikan terhadap pengembalian.

Sektor penelitian ini dilimitasi hanya pada sektor teknologi di indek S&P500 amerika serikat. Model penelitian tidak melingkupi variabel ekonomi makro sebagai variabel kontrol dan lebih berfokus kepada korelasi *proxy-proxy* dalam indeks sentimen Baker-Wurgler jika diuraikan menjadi variabel independen bersama dengan *consumer*

confidence index. Objek penelitian-penelitian selanjutnya dapat mencakup sektor-sektor seperti manufaktur dan properti bersama dengan sektor teknologi untuk mengetahui bila ada perbedaan hasil antara sektor-sektor tersebut. Memisahkan sektor yang dianggap lebih *volatile* dengan sektor yang lebih stabil dapat menjadi kajian yang menarik. Variabel ekonomi makro seperti suku bunga dan tingkat inflasi dapat dimasukkan pada model penelitian sebagai variabel kontrol untuk mendapatkan hasil yang lebih mutlak.

DAFTAR PUSTAKA

- Aghababaei, M. E., & Madani, S. (2021). Investor sentiment and stock return synchronicity in Tehran Stock Exchange. *Shahid Beheshti University Journal of Financial Management Perspective No, 34*, 95–115.
- Aissia, D. Ben. (2016). Home and foreign investor sentiment and the stock returns. *Quarterly Review of Economics and Finance, 59*, 71–77. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.06.009>
- Al Barghouthi, S., Qureshi, S., Ur Rehman, I., Shahzad, F., & Qureshi, F. (2017). Consumer confidence and sectoral stock returns in China: Evidence from multi-resolutions wavelet and granger coherence analyses. *International Journal of Business and Society, 18*(Special Issue 3), 479–502.
- Anand, A., Basu, S., Pathak, J., & Thampy, A. (2021). The impact of sentiment on emerging stock markets. *International Review of Economics and Finance, 75*, 161–177. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.04.005>
- Anusakumar, S. V., Ali, R., & Wooi, H. C. (2017). The effect of investor sentiment on stock returns: Insight from emerging Asian markets. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, 13*(1), 159–178. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2017.13.1.7>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance, 61*(4), 1645–1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). American Economic Association Investor Sentiment in the. In *Source: The Journal of Economic Perspectives* (Vol. 21, Issue 2).
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance, 41*(3), 529–543. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04513.x>
- Corredor, P., Ferrer, E., & Santamaria, R. (2015). The Impact of Investor Sentiment on Stock Returns in Emerging Markets: The Case of Central European Markets. *Eastern European Economics, 53*(4), 328–355. <https://doi.org/10.1080/00128775.2015.1079139>
- Curatola, G., Donadelli, M., Kizys, R., & Riedel, M. (2016). Investor Sentiment and Sectoral Stock Returns: Evidence from World Cup Games. *Finance Research Letters, 17*, 267–274. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.023>
- Ding, W., Mazouz, K., & Wang, Q. (2019). Investor sentiment and the cross-section of stock returns: new theory and evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 53*(2), 493–525. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0756-z>
- Emmanuel, T. A., & Ahmed, A. T. (2020). Effect of Investors' Sentiment on Stock Market Returns in Nigeria (1990-2017). *International Journal of Research in Commerce and Management Studies ISSN, 2*(4), 135–3. <http://ijrcm.org.in/>
- Etikan, I. (2016). Comparison of Convenience Sampling and Purposive Sampling. *American Journal of Theoretical and Applied Statistics, 5*(1), 1. <https://doi.org/10.11648/j.ajtas.20160501.11>

- Guo, K., Sun, Y., & Qian, X. (2017). Can investor sentiment be used to predict the stock price? Dynamic analysis based on China stock market. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 469, 390–396. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2016.11.114>
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of Return on Asset, Debt To Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50–54. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Kumari, J., & Mahakud, J. (2016). Investor Sentiment and Stock Market Volatility: Evidence from India. *Journal of Asia-Pacific Business*, 17(2), 173–202. <https://doi.org/10.1080/10599231.2016.1166024>
- Lao, J., Nie, H., & Jiang, Y. (2018). Revisiting the investor sentiment–stock returns relationship: A multi-scale perspective using wavelets. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 499, 420–427. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.02.043>
- Legiman, F. M., Tommy, P., & Untu, V. (2015). Faktor-faktor yang mempengaruhi... 382. In *Jurnal EMBA* (Vol. 3, Issue 3).
- Loang, O. K. (2022). Overreaction, Investor Sentiment and Market Sentiment of COVID-19. *Vision: The Journal of Business Perspective*, April, 097226292210873. <https://doi.org/10.1177/09722629221087386>
- Ma, C., Xiao, S., & Ma, Z. (2018). Investor sentiment and the prediction of stock returns: a quantile regression approach. *Applied Economics*, 50(50), 5401–5415. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1486993>
- Mariani, N. L. L., Yudiaatmaja, F., & Yulianthini, N. N. (2016). Pengaruh Profitabilitas dan Leverage terhadap Return Saham. In *Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Manajemen* (Vol. 4).
- McGurk, Z., Nowak, A., & Hall, J. C. (2020). Stock returns and investor sentiment: textual analysis and social media. *Journal of Economics and Finance*, 44(3), 458–485. <https://doi.org/10.1007/s12197-019-09494-4>
- Miskolczi, P. (2017). Note on simple and logarithmic return. *Applied Studies in Agribusiness and Commerce*, 11(1–2), 127–136. <https://doi.org/10.19041/apstract/2017/1-2/16>
- Pan, W. F. (2020). Does Investor Sentiment Drive Stock Market Bubbles? Beware of Excessive Optimism! *Journal of Behavioral Finance*, 21(1), 27–41. <https://doi.org/10.1080/15427560.2019.1587764>
- Parwati, R. R. A. D., & Sudiartha, G. M. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas dan Penilaian Pasar terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*.
- Rachman, A. N., & Wijayanto, A. (2021). Do Fundamental and Behavioral Factors Affect Insurance Company's Stock Returns? Article Information. In *Management Analysis Journal*. <http://maj.unnes.ac.id>
- Reis, P. M. N., & Pinho, C. (2020). A new European investor sentiment index (EURsent) and its return and volatility predictability. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100373>
- Sayim, M., & Rahman, H. (2015). The relationship between individual investor sentiment, stock return and volatility: Evidence from the Turkish market. *International Journal of Emerging Markets*, 10(3), 504–520. <https://doi.org/10.1108/IJoEM-07-2012-0060>
- Shi, Y., Tang, Y. R., Cui, L. X., & Long, W. (2018). A text mining based study of investor sentiment and its influence on stock returns. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 52(1), 183–199.

<https://doi.org/10.24818/18423264/52.1.18.11>

Smales, L. A. (2017). The importance of fear: investor sentiment and stock market returns. *Applied Economics*, 49(34), 3395–3421.

<https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1259754>

Sun, L., Najand, M., & Shen, J. (2016). Stock return predictability and investor sentiment: A high-frequency perspective. *Journal of Banking and Finance*, 73, 147–164.

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.09.010>

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>

Zhou, G. (2018). *Measuring Investor Sentiment*. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial>