

Determinasi Return Saham: Peran Risiko Sistematis, Risiko Idiosinkratik, dan Sentimen Investor

Penulis:

Mutiah Fitriani Nasution¹
Mas Arief²
Aulia Rahman Harahap³

Afiliasi:

Universitas Harapan
Medan^{1,2,3}

Korespondensi:

mutiahnasution86@gmail
.com

Histori Naskah:

Submit: 29-05-2026
Accepted: 30-05-2026
Published: 31-05-2026

Abstrak:

Pasar modal merupakan instrumen kunci dalam perekonomian yang mencerminkan dinamika investasi dan sentimen pelaku pasar, di mana sektor perbankan memainkan peran strategis dalam mendorong pertumbuhan ekonomi Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh risiko sistematis, risiko idiosinkratik, dan sentimen investor terhadap return saham perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan *explanatory research* dan metode komparatif, melibatkan 26 perusahaan dari BEI selama periode 2020-2023. Metode analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda data panel, hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko sistematis dan risiko idiosinkratik tidak berpengaruh signifikan terhadap return saham. Analisis komparatif mengungkapkan tidak terdapat perbedaan signifikan dalam pengaruh variabel penelitian antara kedua bursa, yang mengindikasikan karakteristik pasar modal yang serupa di Indonesia.

Kata kunci: Sentimen Investor, Risiko Sistematis, Risiko Idiosinkratik, Return Saham

Pendahuluan

Dalam beberapa tahun terakhir, pasar modal global telah menunjukkan banyak ketidakpastian, dengan berbagai variabel makroekonomi dan mikroekonomi yang memengaruhi return saham. Dunia investasi sangat kompleks karena perubahan teknologi, ketegangan geopolitik, dan perubahan kebijakan moneter (Baker et al., 2020). Zaremba et al. (2020) menunjukkan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi berdampak besar pada return dan volatilitas pasar saham di berbagai negara. Ini membuat investor dan pembuat kebijakan berjuang untuk memprediksi dan mengelola risiko pasar. Berbagai faktor yang berkontribusi pada pergerakan return saham sangat penting, terutama di pasar berkembang seperti Asia Tenggara (Apriani et al., 2024). Karena tingkat pertumbuhan ekonomi yang beragam dan perkembangan institusional yang berbeda, pasar modal di daerah ini memiliki karakteristik yang unik, yang menciptakan lanskap investasi yang memerlukan analisis mendalam dan kontekstual.

Sebagai bagian penting dari sistem keuangan global, sektor perbankan telah menghadapi banyak tantangan dalam lingkungan ekonomi yang dinamis ini. Akibat suku bunga rendah yang berkepanjangan, institusi perbankan di seluruh dunia menghadapi tantangan untuk meningkatkan margin bunga bersih. Selain itu, mereka juga perlu menyesuaikan diri dengan perubahan peraturan yang terjadi setelah krisis keuangan 2008 (Brei et al., 2020). Pertumbuhan teknologi finansial dan digitalisasi layanan keuangan telah mendorong pergeseran model bisnis bank konvensional. Ini berdampak pada kinerja keuangan dan persepsi investor (Arqam et al., 2024). Tidak hanya volatilitas return saham perbankan menunjukkan kinerja fundamental bisnis, tetapi juga perubahan dalam persepsi pasar dan harapan investor terhadap industri tersebut (Supriyanto et al., 2024).

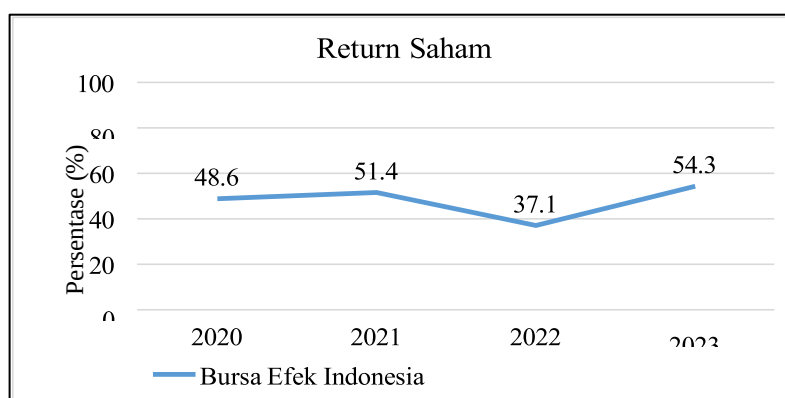
Di pasar modal, return saham adalah indikator penting yang menunjukkan kinerja dan daya tarik investasi suatu perusahaan. Keuntungan yang dihasilkan dari investasi saham selama jangka waktu tertentu, yang terdiri dari kenaikan harga saham dan pembagian dividen, disebut return saham (Jiang et al., 2020). Untuk mengatur strategi investasi dan mengelola risiko portofolio mereka, investor harus memahami

pergerakan return saham. Kepercayaan pasar terhadap prospek dan kinerja keuangan perusahaan ditunjukkan oleh return saham yang konsisten dan positif (Liu et al., 2021). Untuk sementara, pembuat kebijakan dapat menggunakan analisis return saham untuk mengetahui seberapa baik sektor keuangan berfungsi dan seberapa baik kebijakan ekonomi yang diterapkan.

Sebagai salah satu pasar modal utama di Asia Tenggara, Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah contoh yang baik untuk melakukan analisis return saham perusahaan perbankan (Ismali et al., 2024). Dianggap sebagai indikator kesehatan ekonomi nasional, sektor perbankan di Bursa Efek Asia (BEI) memainkan peran besar dalam nilai pasar. Menurut Hartono dan Utami (2019), penurunan return saham di industri perbankan BEI menunjukkan hubungan yang kompleks antara kebijakan moneter, peraturan perbankan, dan kondisi ekonomi makro Indonesia. Robiyanto et al. (2019) menemukan karakteristik yang membedakan Bursa Efek Indonesia (BEI) dari bursa lain di wilayah tersebut, termasuk perbedaan dalam tingkat likuiditas dan efisiensi pasar. Dengan pasar modal Indonesia yang berkembang pesat belakangan ini, nilai BEI semakin meningkat. Widyawati et al. (2020) menunjukkan bahwa nilai pasar BEI telah meningkat lebih dari tiga puluh persen dalam lima tahun terakhir. Ini menunjukkan peningkatan minat investor dan peran penting pasar modal dalam pendanaan ekonomi nasional. Nugroho & Robiyanto (2021) menemukan bahwa perbankan di Bursa Efek Indonesia menunjukkan ketahanan yang lebih besar selama pandemi dibandingkan dengan sektor lain, menunjukkan betapa pentingnya memahami secara menyeluruh pergerakan return saham di industri ini.

Dalam konteks peningkatan integrasi ekonomi ASEAN, perbandingan antara BEI dan menjadi semakin penting. Sukono et al. (2021) menyatakan bahwa untuk membuat strategi diversifikasi portofolio regional yang berhasil, penting untuk memahami dinamika pasar modal di kedua negara tersebut. Wahyudi et al. (2023) mengatakan bahwa membandingkan return saham di sektor perbankan di Bursa Efek Internasional dapat memberikan wawasan penting tentang seberapa efektif peraturan perbankan dan kebijakan moneter di masing-masing negara. Rahman dan Ermawati (2022) menunjukkan bahwa untuk menganalisis dan memprediksi pergerakan return saham di industri perbankan Asia Tenggara, sangat penting untuk memahami karakteristik unik masing-masing pasar. Oleh karena itu, penelitian menyeluruh tentang return saham sektor perbankan di BEI sangat penting bagi investor dan pembuat kebijakan di kedua negara tersebut. Ini juga memengaruhi pemahaman kita tentang dinamika pasar modal secara keseluruhan di kawasan ASEAN

Perbandingan return saham di BEI dan menunjukkan pola yang berbeda secara signifikan, mencerminkan karakteristik khusus masing-masing pasar. Data terbaru menunjukkan variasi besar dalam pergerakan return saham kedua bursa tersebut selama periode 2020-2023 (Gambar 1.1).



Gambar 1.1

Dinamika *Return* saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia dan 2020-2023

Return saham Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2020-2023 menunjukkan dinamika yang sangat menarik. Pada tahun 2020, kedua bursa mencatat return yang relatif berdekatan, dengan BEI mencatat

return sebesar 48,6%. Memasuki tahun 2021, BEI menunjukkan peningkatan kinerja ke level 51,4%. Tahun 2022 menjadi titik balik yang signifikan bagi kedua bursa, di mana BEI mengalami penurunan ke level 37,1%. Namun, dinamika berubah drastis pada tahun 2023, di mana BEI menunjukkan ketahanan dengan mencatatkan pemulihan ke level 54,3%. Pola pergerakan ini mencerminkan bahwa BEI cenderung menunjukkan pergerakan yang lebih stabil dengan fluktuasi moderat, sementara memperlihatkan tingkat volatilitas yang lebih tinggi, terutama terlihat dari lonjakan tajam di tahun 2022 yang diikuti penurunan drastis di tahun 2023. Perbedaan karakteristik ini mengindikasikan adanya dinamika pasar yang berbeda di kedua negara, yang mungkin dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi, kebijakan, dan kondisi pasar lokal masing-masing.

Pertama, fluktuasi yang lebih besar di menunjukkan kepekaan yang tinggi terhadap faktor-faktor internal dan eksternal, mungkin mencerminkan perbedaan struktur ekonomi dan jenis investor. Kenaikan tajam return pada 2022 mungkin disebabkan oleh penerapan kebijakan ekonomi pasca-pandemi yang agresif atau masuknya modal asing dalam jumlah besar. Kedua, kestabilan relatif return di BEI, meski dengan sedikit naik turun, menunjukkan ketahanan pasar Indonesia, kemungkinan besar didukung oleh basis investor domestik yang lebih kuat. Penurunan pada 2022 di Indonesia mungkin terkait dengan faktor-faktor eksternal seperti tekanan inflasi global dan meningkatnya ketegangan geopolitik. Ketiga, perubahan tren pada 2023 menggambarkan rumitnya dinamika pasar dan mungkin mencerminkan perbedaan dalam kecepatan pemulihan ekonomi pasca-pandemi atau perubahan pandangan investor global terhadap masing-masing pasar.

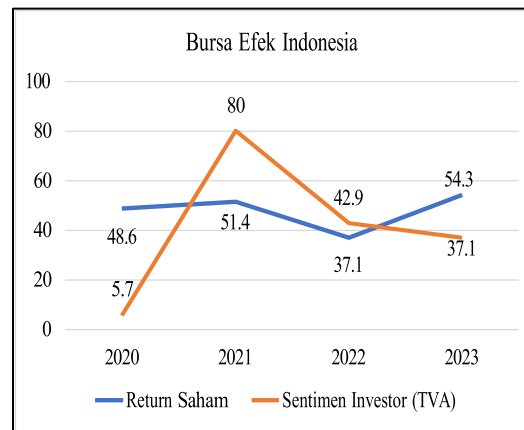
Pola return saham yang terlihat di BEI dan menunjukkan kompleksitas dan keragaman kinerja pasar modal di kedua negara. Fluktuasi yang lebih tinggi di , berbeda dengan kestabilan relatif BEI, menunjukkan adanya perbedaan signifikan dalam faktor-faktor yang mempengaruhi dinamika pasar di tiap negara. Fenomena ini menekankan pentingnya mengkaji lebih dalam faktor mendasar yang berkontribusi terhadap perbedaan return saham di kedua pasar tersebut. Penelitian terbaru bidang keuangan mengidentifikasi beberapa variabel kunci yang dapat menjelaskan fluktuasi return saham, terutama di pasar berkembang. Risiko sistematis dan risiko idiosinkratik (Jiaqi Da *et al.*, 2022), dan sentimen investor (Junxiao Gui *et al.*, 2022) muncul sebagai konsep teoritis yang relevan dalam analisis pasar modal dan menjadi kerangka dasar dalam dinamika return saham dengan mengkaji bagaimana faktor-faktor ini terwujud dalam konteks spesifik pasar modal Indonesia .

Masih terdapat penelitian yang belum sejalan dengan teori di atas, seperti yang disampaikan oleh Nguyen *et al.* (2019) menemukan hubungan positif yang signifikan antara beta dan return saham, sementara Shaikh (2021) menegaskan relevansi beta di pasar berkembang Asia sebagai referensi untuk perbandingan Indonesia . Namun, Blitz *et al.* (2020) melaporkan fenomena "*betting against beta*" yang menunjukkan hubungan negatif beta dan return saham di berbagai pasar global, meskipun tidak spesifik membandingkan kedua negara tersebut. Zarembo & Czapkiewicz (2017) menambahkan bahwa kekuatan penjelasan beta bervariasi tergantung pada kondisi pasar dan karakteristik spesifik negara tersebut.

Return saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental dan risiko, tetapi juga oleh aspek psikologis dari para pelaku pasar yang tercermin dalam sentimen investor. Sentimen investor adalah sikap psikologis kolektif pelaku pasar terhadap kinerja dan prospek aset keuangan atau pasar secara keseluruhan. Berbeda dengan analisis fundamental, sentimen investor mencerminkan ekspektasi subjektif dan kecenderungan perilaku yang mempengaruhi dinamika harga aset. Faktor seperti peristiwa geopolitik dan bias kognitif dapat mempengaruhi sentimen ini. Sentimen investor pada hubungan positif dapat mempengaruhi keputusan investasi, sehingga mempengaruhi harga saham dan return yang dihasilkannya. Meskipun teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) mengasumsikan informasi tercermin sepenuhnya dalam harga saham, penelitian keuangan perilaku menunjukkan sentimen investor dapat menyebabkan deviasi nilai fundamental. Dalam penelitian ini, sentimen investor diproses dengan *Trading Volume Activity* (TVA), yang mengukur aktivitas perdagangan saham sebagai indikator optimisme/pesimisme investor. Konsep ini didasarkan pada premis bahwa emosi dan persepsi kolektif dapat mempengaruhi keputusan investasi dan harga aset.

Berdasarkan uraian di atas menjelaskan hubungan antara sentimen investor dan return telah

terdefinisi dengan jelas dengan menunjukkan hubungan yang searah, namun fenomena empiris menunjukkan pola yang berbeda secara signifikan, mencerminkan karakteristik khusus tiap pasar selama periode 2020-2023 sebagaimana dapat dilihat dalam Gambar 1.2.



Sumber: idx.co.id

Gambar 1.2

Perbandingan Return Saham dan Sentimen Investor (TVA) Perusahaan Perbankan di BEI Periode 2020-2023

Bursa Efek Indonesia menunjukkan pola yang menarik dimana return saham cenderung stabil dengan sedikit fluktuasi, sementara TVA menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi. Pada tahun 2020-2021 BEI menunjukkan TVA melonjak drastis hingga 80% namun pada return saham menunjukkan peningkatan moderat menjadi 51,4%. Memasuki 2022, terjadi penurunan baik pada return saham (37,1%) maupun TVA (42,9%). Pada tahun 2023 TVA mengalami kenaikan di level 54,3% namun tidak diikuti dengan return yang terus menurun berada di level 37,1%. Sementara itu, memperlihatkan dinamika yang berbeda. Tahun 2020 dimulai dengan return saham 45,5% dan TVA yang tinggi di 63,6%. Tahun 2021 menunjukkan TVA mengalami penurunan drastis ke 9,1% namun tidak diikuti dengan stabilitas return saham di 45,5%. Tahun 2022 menjadi titik puncak return saham mencapai 81,8% dengan TVA yang meningkat ke 54,5%. Namun pada 2023, terjadi penurunan signifikan pada return saham menjadi 18,2% dengan TVA yang relatif stabil di 45,5%.

Pola pergerakan ini mengindikasikan bahwa adanya gap antara teori dan yang terjadi di lapangan. Berdasarkan data di atas menunjukkan sentimen investor (TVA) dan return saham tidak selalu bergerak searah, dimana kedua pasar menunjukkan karakteristik yang berbeda. BEI cenderung memiliki return lebih stabil dengan TVA yang berfluktuasi, sementara menunjukkan volatilitas yang lebih tinggi pada return saham dengan TVA yang juga berfluktuasi namun dengan pola yang berbeda. Perbedaan karakteristik ini mencerminkan variasi dalam perilaku perdagangan dan respons pasar terhadap berbagai faktor ekonomi dan sentimen investor di kedua negara.

Fenomena ini menimbulkan gap riset menarik, dimana masih terbatasnya studi komparatif yang menganalisis hubungan sentimen investor dan return saham di sektor perbankan antara kedua negara, khususnya dalam konteks perbedaan karakteristik pasar yang terlihat dari data empiris. Studi empiris terkini memperkuat pentingnya sentimen investor dalam menjelaskan pergerakan return saham di berbagai pasar, meskipun dengan hasil yang beragam. Huang *et al.* (2020) menemukan dampak positif signifikan sentimen investor terhadap return saham, dengan efek lebih kuat pada saham yang lebih volatil. Menggunakan pendekatan *text mining* pada media sosial, mereka mengonstruksi indeks sentimen yang menunjukkan kecenderungan sentimen positif mendorong overvaluasi jangka pendek. García-Medina *et al.* (2021) melaporkan hubungan positif yang menegaskan relevansi sentimen investor di pasar berkembang. Smales (2017) menunjukkan variasi pengaruh sentimen tergantung kondisi pasar, dengan efek lebih kuat selama periode volatilitas tinggi, menggunakan indeks volatilitas implisit sebagai proksi sentimen. Ryu *et al.* (2020)

menemukan dampak sentimen bervariasi berdasarkan karakteristik perusahaan dan kondisi makroekonomi. Meskipun penelitian ini memberikan wawasan berharga, belum ada analisis komparatif mendalam antara pasar Indonesia mengenai peran sentimen investor dalam pembentukan return saham.

Berdasarkan fenomena empiris dan kesenjangan literatur yang ada, studi komparatif ini menjadi krusial mengingat perbedaan signifikan yang terlihat dalam dinamika pasar kedua negara, yang belum sepenuhnya dijelaskan oleh penelitian sebelumnya. Analisis mendalam terhadap faktor-faktor ini di kedua pasar dapat mengungkap mekanisme unik yang memengaruhi return saham di tiap pasar modal. Urgensi penelitian ini terletak pada potensinya menjembatani kesenjangan pemahaman dinamika pasar modal di negara berkembang Asia Tenggara. Dengan membandingkan secara langsung antara BEI dan , penelitian ini dapat mengidentifikasi perbedaan struktural dan perilaku yang mungkin memerlukan pendekatan berbeda dalam analisis dan pengelolaan investasi. Pemahaman yang lebih mendalam ini tidak hanya penting secara akademis, tetapi juga memiliki implikasi signifikan untuk pengembangan strategi investasi yang lebih efektif dan formulasi kebijakan yang lebih tepat sasaran di kedua negara.

Studi Literatur

Risiko Sistematis dan Return Saham

Teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965) menyatakan bahwa return yang diharapkan dari suatu aset memiliki hubungan positif linear dengan risiko sistematisnya. Dalam konteks perbankan, risiko sistematis mencerminkan sensitivitas return saham bank terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan.

Penelitian terkini mendukung teori ini. Aryanti *et al.* (2021) menemukan pengaruh positif signifikan risiko sistematis terhadap return saham perbankan di Indonesia. Sementara itu, Tran & Tran (2019) menunjukkan bahwa meskipun pasar Indonesia memiliki karakteristik yang berbeda, pengaruh risiko sistematis tetap konsisten positif di kedua pasar tersebut.

H₁: Risiko sistematis berpengaruh positif signifikan terhadap return saham pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI .

Risiko Idiosinkratik dan Return Saham

Meskipun teori portofolio modern menyatakan bahwa risiko idiosinkratik seharusnya tidak mempengaruhi return yang diharapkan karena dapat dieliminasi melalui diversifikasi, beberapa studi empiris menunjukkan sebaliknya. Ang *et al.* (2020) menemukan bahwa saham dengan risiko idiosinkratik tinggi cenderung menghasilkan return yang lebih rendah. Dalam konteks perbankan, risiko idiosinkratik dapat mencerminkan faktor seperti kualitas manajemen, efisiensi operasional, atau eksposur terhadap sektor tertentu.

Menurut Bozhkov *et al.* (2020), risiko idiosinkratik berpengaruh positif terhadap return saham karena investor menuntut kompensasi lebih tinggi untuk menanggung risiko spesifik bank yang tidak dapat didiversifikasi. Studi Vo *et al.* (2021) menemukan peningkatan risiko idiosinkratik mendorong return saham yang lebih tinggi, terutama pada bank-bank dengan tata kelola yang baik. Bank dengan risiko idiosinkratik tinggi biasanya memiliki model bisnis yang lebih unik atau strategi yang lebih agresif, yang berpotensi menghasilkan return lebih tinggi. Investor rasional akan meminta premium return yang lebih tinggi untuk menanggung risiko idiosinkratik yang lebih besar. Bank dengan risiko idiosinkratik tinggi sering memiliki peluang pertumbuhan yang lebih baik melalui inovasi produk atau ekspansi pasar.

H₂ : Risiko idiosinkratik berpengaruh positif signifikan terhadap return saham pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI.

Sentimen Investor dan Return Saham

Teori *behavioral finance* menyatakan bahwa sentimen investor dapat mempengaruhi harga saham terlepas dari fundamental perusahaan (Baker & Wurgler, 2020). Dalam konteks perbankan, sentimen

investor dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti kebijakan moneter, kondisi ekonomi makro, atau persepsi terhadap stabilitas sistem keuangan.

Shu (2020) pada pasar saham Malaysia menunjukkan bahwa sentimen investor berpengaruh positif terhadap return saham. Penelitian komparatif oleh Li *et al.* (2021) menemukan bahwa pengaruh sentimen investor terhadap return saham bervariasi antara pasar negara berkembang dan maju, yang relevan untuk perbandingan antara Indonesia.

H₃ : Sentimen investor berpengaruh positif signifikan terhadap return saham pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI.

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan jenis penelitian *explanatory research*. Menurut Sekaran & Bougie (2016), penelitian eksplanatori bertujuan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel melalui pengujian hipotesis. Dalam konteks ini, penelitian bertujuan untuk menganalisis pengaruh risiko sistematis, risiko idiosinkratik, dan sentimen investor terhadap return saham perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan perbankan konvensional yang terdaftar di BEI selama periode 2020-2023. Melalui proses screening ketat, terpilih 26 perusahaan dari BEI yang memenuhi seluruh kriteria, dengan periode amatan 4 tahun, total data pengamatan sebanyak 104. Kriteria seleksi meliputi status bank konvensional, kelengkapan data harga saham dan volume perdagangan, tidak mengalami suspensi berkepanjangan, tidak melakukan *corporate actions* signifikan, serta memiliki data lengkap untuk variabel penelitian. Perbedaan jumlah sampel antar bursa mencerminkan karakteristik pasar dan ketersediaan data yang memenuhi kriteria penelitian. Proses seleksi ini menjamin konsistensi dan relevansi data untuk analisis mendalam terhadap variabel yang menjadi fokus penelitian. Data yang diperlukan untuk variabel penelitian diperoleh dari berbagai sumber data pasar, termasuk harga saham, volume perdagangan, dan indeks pasar selama periode yang ditentukan.

Hasil

Hasil analisis statistik deskriptif variabel pada Bursa Efek Indonesia disajikan dalam Tabel 4.1.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel BEI

Variabel	Mean	Median	Maksimum	Minimum	Std. Deviasi
Return Saham	0,613	-0,025	43,966	-0,856	4,544
Risiko Sistematis	4,029	0,111	221,120	0,017	29,922
Risiko Idiosinkratik	26,513	2,202	1.774,472	0,002	176,990
Sentimen Investor	-43,748	1,026	18,004	-4.505,518	442,368

Sumber: Data Sekunder Diolah

Analisis statistik deskriptif untuk Bursa Efek Indonesia mengungkapkan karakteristik kompleks dari variabel penelitian. Return saham menampilkan dinamika yang sangat volatile, dengan rata-rata 0,613 dan standar deviasi 4,544 yang menunjukkan fluktuasi signifikan. Rentang nilai yang lebar dari -0,856 hingga 43,966 mengindikasikan potensi keuntungan dan kerugian yang ekstrem dalam periode penelitian. Risiko sistematis pada perusahaan perbankan di BEI menunjukkan variabilitas yang tinggi, tercermin dari rata-rata 4,029 dan standar deviasi 29,922. Rentang nilai dari 0,017 hingga 221,120 menggambarkan heterogenitas risiko pasar yang substansial di antara perusahaan perbankan. Hal ini mengindikasikan bahwa setiap bank memiliki sensitivitas berbeda terhadap faktor-faktor makroekonomi dan risiko pasar.

Risiko idiosinkratik memperlihatkan pola serupa dengan karakteristik yang sangat bervariasi, dengan rata-rata 26,513 dan standar deviasi 176,990. Besaran ini menunjukkan variabilitas risiko spesifik perusahaan yang tinggi, yang dapat disebabkan oleh faktor internal seperti manajemen, struktur modal, dan kinerja keuangan masing-masing bank. Sentimen investor pada Bursa Efek Indonesia menampilkan

pola yang sangat menarik, dengan rata-rata negatif - 43,748 dan rentang nilai ekstrem dari -4.505,518 hingga 18,004. Standar deviasi yang sangat besar (442,368) mengindikasikan fluktuasi sentimen yang signifikan sepanjang periode penelitian. Kondisi ini mencerminkan ketidakpastian dan volatilitas tinggi dalam persepsi investor terhadap pasar perbankan Indonesia.

Pemilihan Model Estimasi

Pemilihan model estimasi merupakan tahap kritis dalam analisis regresi data panel, yang bertujuan menentukan pendekatan paling tepat untuk menganalisis hubungan antara variabel independen dan dependen. Dalam penelitian ini, terdapat tiga pendekatan utama yang akan diuji: *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Proses pemilihan model dilakukan melalui serangkaian pengujian statistik yang sistematis untuk memastikan validitas dan reliabilitas model penelitian.

Pengujian model estimasi dilakukan secara terpisah untuk Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Malaysia, mengingat perbedaan karakteristik pasar modal di kedua negara. Metode yang digunakan meliputi Uji Chow untuk membandingkan CEM dan FEM, Uji Hausman membandingkan FEM dan REM, serta Uji Lagrange Multiplier (LM) membandingkan CEM dan REM. Hasil pengujian akan menentukan model paling sesuai menjelaskan dinamika return saham perbankan tiap bursa.

Uji Chow

Berdasarkan hasil analisis, diperoleh nilai statistik *Cross-section F* sebesar 0,980170 dengan probabilitas 0,5025 dan *Cross-section Chi-square* sebesar 29,402078 dengan probabilitas 0,2475. Kedua nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0,05, yang berarti menerima hipotesis nol (H_0). Dengan demikian, model CEM terbukti lebih tepat digunakan untuk menganalisis data Bursa Efek Indonesia dibandingkan FEM.

Tabel 4.2 Hasil Uji Chow

Kriteria	Metode	Statistik	Probabilitas	Kesimpulan
Uji Chow	<i>Cross-section F</i>	0,980170	0,5025	CEM
	<i>Cross-section Chi-square</i>	29,402078	0,2475	

Sumber: Data Sekunder Diolah

Uji Lagrange Multiplier (LM)

Uji Lagrange Multiplier (LM) dilakukan untuk membandingkan Hasil analisis menunjukkan nilai *Breusch-Pagan (Both)* sebesar 0,2240, probabilitas *cross-section* 0,8883, dan probabilitas time 0,2271. Nilai-nilai probabilitas tersebut semuanya lebih besar dari 0,05, yang mengindikasikan bahwa variasi antarindividu tidak signifikan. Dengan demikian, uji Lagrange Multiplier mengkonfirmasi pemilihan CEM sebagai model estimasi terbaik untuk data BEI.

Tabel 4.4 Hasil Uji LM Data BEI

Kriteria	Metode	Statistik	Probabilitas	Kesimpulan
Uji LM	<i>Breusch-Pagan (Both)</i>	-	0,2240	Pilih CEM
	<i>Cross-section</i>	-	0,8883	
	<i>Time</i>	-	0,2271	

Sumber: Data Sekunder Diolah

Hasil analisis menunjukkan nilai *Breusch-Pagan (Both)* sebesar 0,2240, probabilitas *cross-section* 0,8883, dan probabilitas time 0,2271. Nilai-nilai probabilitas tersebut semuanya lebih besar dari 0,05, yang mengindikasikan bahwa variasi antarindividu tidak signifikan. Dengan demikian, uji Lagrange Multiplier mengkonfirmasi pemilihan CEM sebagai model estimasi terbaik untuk data BEI.

Kesimpulan Pemilihan Model Estimasi

Berdasarkan serangkaian pengujian statistik yang komprehensif, penelitian ini menyimpulkan bahwa *Common Effect Model* (CEM) merupakan model estimasi paling tepat untuk kedua bursa. Baik Bursa Efek Indonesia maupun Bursa Malaysia menunjukkan karakteristik homogenitas yang memungkinkan

penggunaan pendekatan *pooled regression*. Tidak terdeteksinya perbedaan signifikan dalam struktur data panel mengindikasikan bahwa perbedaan antarperusahaan perbankan relatif kecil dan dapat diabaikan dalam model analisis.

Kesimpulan Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan serangkaian pengujian asumsi klasik yang dilakukan, dapat disimpulkan bahwa model regresi untuk penelitian komparatif di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia telah memenuhi seluruh persyaratan. Data terdistribusi normal, tidak mengalami multikolinearitas, memiliki varians yang homogen, dan residual tidak mengalami autokorelasi. Dengan demikian, model siap untuk dilanjutkan ke tahap analisis regresi dan pengujian hipotesis.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis merupakan tahap kritis dalam penelitian kuantitatif yang memungkinkan peneliti untuk mengevaluasi hubungan antara variabel independen dan dependen. Dalam konteks studi komparatif ini, penelitian difokuskan pada pengaruh risiko sistematis, risiko idiosinkratik, dan sentimen investor terhadap return saham pada perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Malaysia. Analisis statistik dilakukan menggunakan metode panel data dengan periode penelitian dari tahun 2020 hingga 2023.

Uji-t (Parsial)

Uji-t digunakan untuk mengevaluasi signifikansi model secara keseluruhan. Hasil uji-t dipaparkan dalam Tabel 4.13 sebagai berikut.

Tabel 4.3 Hasil Uji-t BEI

Variabel	Koefisien	T ^{stat}	Prob
Risiko Sistematis	0,179	2,255	0,045
Risiko Idiosinkratik	-0,432	-3,621	0,001
Sentimen Investor	-0,078	-0,156	0,325

Berdasarkan Tabel 4.3 hasil pengujian secara parsial (uji t), dapat dilihat bahwa variabel Risiko sistematis, dan Risiko idiosinkratik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham, sedangkan variabel sentimen investor tidak signifikan dalam mempengaruhi return saham.

Pembahasan

Pengaruh Risiko Sistematis terhadap Return Saham

Koefisien Risiko Sistematis sebesar 0,179 menunjukkan bahwa risiko sistematis memiliki arah pengaruh positif terhadap variabel dependen. Artinya, apabila risiko sistematis meningkat satu satuan, maka variabel dependen diperkirakan meningkat sebesar 0,179 satuan, dengan asumsi variabel lain dalam model tetap konstan. Nilai T-stat sebesar 2,255 menunjukkan bahwa koefisien ini cukup jauh dari nol secara statistik. Sementara itu, nilai Prob sebesar 0,045 berada di bawah batas signifikansi 5%. Dengan demikian, pengaruh risiko sistematis dapat dikatakan signifikan secara statistik pada tingkat 5%.

Secara substantif, hasil ini menunjukkan bahwa risiko yang berasal dari faktor pasar secara umum, seperti perubahan kondisi ekonomi makro, suku bunga, inflasi, kondisi industri, atau gejolak pasar, memiliki peran nyata terhadap variabel dependen. Jika variabel dependen adalah return saham, maka temuan ini sejalan dengan prinsip dasar keuangan bahwa semakin tinggi risiko sistematis yang ditanggung investor, semakin tinggi pula kompensasi return yang diharapkan.

signifikannya pengaruh risiko sistematis dapat disebabkan oleh beberapa faktor kompleks. Pertama, pasar modal Indonesia mungkin memiliki mekanisme penyesuaian yang berbeda dibandingkan pasar modal maju. Struktur pasar yang masih berkembang dapat menyebabkan beta pasar tidak secara langsung

menentukan return saham. Selain itu, faktor-faktor spesifik seperti kebijakan moneter, regulasi perbankan, dan kondisi ekonomi makro masing-masing negara dapat memberikan efek yang lebih dominan dibandingkan risiko sistematis (Loang, 2024). Secara teoritis, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) menjelaskan bahwa risiko sistematis seharusnya memiliki hubungan positif dengan return saham. Teori ini mengasumsikan bahwa investor akan meminta premium risiko yang lebih tinggi untuk saham-saham dengan risiko pasar yang lebih besar. Namun, dalam praktiknya, hubungan ini tidak selalu terjadi, terutama pada pasar dengan tingkat efisiensi yang berbeda (Rashid & Jaf, 2023).

Pengaruh Risiko Idiosinkratik terhadap Return Saham

Risiko Idiosinkratik memiliki koefisien sebesar -0,432. Tanda negatif menunjukkan bahwa variabel ini memiliki pengaruh negatif terhadap variabel dependen. Dengan kata lain, peningkatan risiko idiosinkratik satu satuan akan menurunkan variabel dependen sebesar 0,432 satuan, dengan asumsi variabel lain tetap. Nilai T-stat sebesar -3,621 menunjukkan hubungan yang kuat secara statistik. Nilai absolut T-stat ini lebih besar dibandingkan Risiko Sistematis. Selain itu, nilai Prob sebesar 0,001 jauh lebih kecil dari 0,05. Ini berarti Risiko Idiosinkratik memiliki pengaruh yang sangat signifikan terhadap variabel dependen.

Secara teoritis, risiko idiosinkratik adalah risiko spesifik yang melekat pada perusahaan atau aset tertentu. Risiko ini dapat berasal dari buruknya manajemen, masalah operasional, ketidakpastian proyek, konflik internal, kualitas tata kelola, struktur modal yang lemah, atau faktor-faktor khusus perusahaan lainnya. Arah negatif ini dapat dimaknai bahwa semakin tinggi risiko spesifik perusahaan, semakin rendah respons positif pasar atau semakin buruk nilai variabel dependen. Jika variabel dependen adalah return saham, maka hasil ini menunjukkan bahwa pasar cenderung memberikan penalti terhadap perusahaan dengan risiko spesifik tinggi. Investor mungkin melihat risiko idiosinkratik sebagai sinyal ketidakpastian yang tidak diinginkan, terutama jika risiko tersebut tidak disertai prospek keuntungan yang jelas.

Tidak signifikannya pengaruh risiko idiosinkratik dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Pertama, diversifikasi portofolio yang efektif dapat mengurangi dampak risiko spesifik perusahaan. Kedua, investor di pasar modal Indonesia mungkin memiliki strategi investasi yang lebih kompleks, tidak hanya bergantung pada risiko idiosinkratik individual. Faktor-faktor seperti manajemen risiko internal, kualitas tata kelola perusahaan, dan kemampuan adaptasi terhadap perubahan regulasi dapat lebih berpengaruh terhadap return saham (Rahayu *et al.*, 2024). Secara teoritis, model *arbitrage pricing* (APT) mengasumsikan bahwa risiko idiosinkratik seharusnya memiliki pengaruh terhadap return saham. Namun, teori ini mengakui bahwa dalam pasar yang efisien, risiko spesifik perusahaan dapat diminimalkan melalui diversifikasi (Mwange *et al.*, 2024). Penelitian ini menunjukkan bahwa pada sektor perbankan di Indonesia, asumsi ini berlaku dengan variasi yang signifikan.

Pengaruh Sentimen Investor terhadap Return Saham

Sentimen Investor memiliki koefisien sebesar -0,078. Secara arah, koefisien ini negatif, tetapi nilainya sangat kecil. Artinya, secara numerik, perubahan Sentimen Investor hampir tidak memberikan perubahan berarti terhadap variabel dependen. Nilai T-stat sebesar -0,156 sangat kecil, menunjukkan bahwa koefisien tersebut sangat dekat dengan nol secara statistik. Nilai Prob sebesar 0,325 juga jauh di atas 0,05. Oleh karena itu, Sentimen Investor tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Secara akademik, interpretasi yang lebih hati-hati adalah: penelitian ini tidak menemukan bukti statistik yang cukup bahwa Sentimen Investor memengaruhi variabel dependen. Jadi, bukan berarti Sentimen Investor pasti tidak berpengaruh dalam kenyataan, melainkan dalam model, periode data, sampel, dan metode yang digunakan, pengaruhnya tidak terbukti signifikan. Ada beberapa kemungkinan penyebab Sentimen Investor tidak signifikan. Pertama, pengaruh sentimen mungkin bersifat jangka pendek, sedangkan data yang digunakan bisa saja menangkap pola jangka menengah atau panjang. Kedua, sentimen investor mungkin sudah tercermin dalam variabel risiko lain. Ketiga, ukuran sentimen yang digunakan mungkin belum cukup kuat merepresentasikan psikologi pasar. Keempat, pasar dalam sampel penelitian mungkin lebih banyak dipengaruhi oleh faktor fundamental dibandingkan faktor perilaku investor.

Penelitian Piñeiro-Chousa *et al.* (2021) serta Jing *et al.* (2021) telah lama mengargumentasikan pentingnya sentimen investor dalam menentukan return saham. Temuan penelitian ini mendukung sebagian teori tersebut, khususnya untuk, yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan sentimen investor terhadap

return saham perbankan. Secara teoritis, konsep *behavioral finance* menjelaskan bahwa sentimen investor dapat memengaruhi harga saham melalui mekanisme psikologis seperti *overreaction*, *herding behavior*, dan bias kognitif (Trisno & Vidayana, 2023). Dalam konteks ini, temuan penelitian menunjukkan bahwa mekanisme ini tidak seragam di kedua pasar modal, mencerminkan keunikan karakteristik masing-masing pasar.

Kesimpulan

Berdasarkan dari hasil penelitian, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah Secara keseluruhan, hasil tabel menunjukkan bahwa faktor risiko lebih berperan dibandingkan faktor sentimen investor. Risiko Sistematis terbukti memberikan pengaruh positif, sedangkan Risiko Idiosinkratik memberikan pengaruh negatif yang lebih kuat. Sentimen Investor tidak terbukti signifikan, sehingga dalam konteks model ini, variabel tersebut belum dapat dianggap sebagai faktor penentu utama terhadap variabel dependen. Risiko sistematis memiliki pengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia. Temuan ini mengindikasikan bahwa fluktuasi risiko pasar tidak secara langsung memengaruhi pergerakan harga saham perbankan di kedua negara. Risiko idiosinkratik terbukti berpengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko spesifik perusahaan tidak memberikan kontribusi substansial dalam menjelaskan variasi return saham. Sentimen investor menampilkan karakteristik berbeda di kedua bursa.

Referensi

- Apriani, A., Kusumastuti, S. Y., Judijanto, L., Hariyanti, D., Fitriya, S., Apriyanto, A., ... & Nurhayati, N. (2024). *Ekonomi dan Bisnis: Hubungan Ilmu Ekonomi dalam Dunia Bisnis*. PT. Green Pustaka Indonesia.
- Arqam, M., Saputra, M. A., Rifaldi, A., Kahfi, A. A., & Syarif, M. (2024). *Bank dan Lembaga Keuangan*. Nas Media Pustaka.
- Aryanti, N. N. T., Surasni, N. K., & Hermanto. (2021). The effect of systematic risk and firm size on stock returns in banking companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 8(7), 241-250.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., & Kost, K. J. (2020). Policy news and stock market volatility. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 25720.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2020). Behavioral corporate finance: The life cycle of a CEO career. *Annual Review of Financial Economics*, 12, 187-211.
- Blitz, D., Hanauer, M. X., & Vidojevic, M. (2020). The idiosyncratic momentum anomaly. *International Review of Economics & Finance*, 69, 932-957.
- Bonga-Bonga, L., & Mpoha, S. (2025). Assessing the extent of exchange rate risk pricing in equity markets: Emerging versus developed economies. *African Journal of Economic and Management Studies*, 16(1), 148-159.
- Borri, N., & Di Giorgio, G. (2022). Systemic risk and the COVID challenge in the European banking sector. *Journal of Banking & Finance*, 140, 106073.
- Bozhkov, S., Lee, H., & Sivarajah, U. (2020). Idiosyncratic risk and expected stock returns: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange. *Investment Analysts Journal*, 49(2), 154-177.
- Brei, M., Borio, C., & Gambacorta, L. (2020). Bank intermediation activity in a low-interest-rate

- environment. *Economic Notes: Review of Banking, Finance and Monetary Economics*, 49(2), e12164.
- Cao, J., Wen, F., Zhang, Y., Yin, Z., & Zhang, Y. (2022). Idiosyncratic volatility and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 44, 102095.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2019). In search of attention. *Journal of Finance*, 74(6), 2899-2942.
- García-Medina, A., Hernández-Arámburo, L., & Venegas-Martínez, F. (2021). Sentiment analysis and stock market: A review of the literature. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 29, 100487.
- Gu, M., Kang, W., & Xu, B. (2018). Limits of arbitrage and idiosyncratic volatility: Evidence from China stock market. *Journal of Banking & Finance*, 86, 240-258.
- Hartono, J., & Utami, S. R. (2019). The volatility of stock returns in the Indonesian Stock Exchange: A study of the banking sector. *Asian Journal of Business and Accounting*, 12(1), 121-142.
- Huang, D., Jiang, F., Tu, J., & Zhou, G. (2020). Investor sentiment aligned: A powerful predictor of stock returns. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1112-1145.
- Jiang, F., Lee, J., Martin, X., & Zhou, G. (2020). Manager sentiment and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 136(1), 1-26.
- Jing, N., Wu, Z., & Wang, H. (2021). A hybrid model integrating deep learning with investor sentiment analysis for stock price prediction. *Expert Systems with Applications*, 178, 115019.
- Li, X., Shen, D., Xue, M., & Zhang, W. (2021). Daily happiness and stock returns: The case of Chinese company-level data. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30, 100472.
- Liu, J., Stambaugh, R. F., & Yuan, Y. (2021). Returns to scale in mutual fund performance. *Journal of Financial Economics*, 141(3), 1054-1082.
- Loang, O. K. (2024). Stability Of Shariah-Compliant Stocks In Indonesia, Malaysia, And Gcc: The Roles Of Monetary And Fiscal Policies And Contagion. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 10(1), 155-176.
- Mwange, A., Noombo, C., & Kapulu, K. K. (2024). A Review of the Relevance of the Arbitrage Pricing Model in Identifying and Exploiting Mispriced Securities and Enhancing Risk Assessment.
- Nguyen, T., Nguyen, C. P., & Nguyen, T. N. (2019). Determinants of stock returns in ASEAN-5: Evidence from conditional asset pricing model. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(3), 31-40.
- Nugroho, A. D., & Robiyanto, R. (2021). Determinant of Indonesian stock market's volatility during the Covid-19 pandemic. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 25(1), 1-20.
- Piñeiro-Chousa, J., López-Cabarcos, M. Á., Caby, J., & Šević, A. (2021). The influence of investor sentiment on the green bond market. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120351.
- Rahayu, P., Lestari, D. I. S., & Pandin, M. Y. R. (2024). The Effect of Risk Management in Improving Portfolio Performance on LQ45 Stocks in the Indonesian Capital Market. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini*, 15(2), 98-104.
-

- Rahman, M. A., & Ermawati, E. (2022). Comparative analysis of stock returns in the banking sector: Evidence from Indonesia and Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(3), 321-331.
- Robiyanto, R., Wahyudi, S., & Pangestuti, I. R. D. (2019). The volatility–variability hypotheses testing and hedging effectiveness of precious metals for the Indonesian and Malaysian capital markets. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 21(2), 167-190.
- Ryu, D., Kim, H., & Yang, H. (2020). Investor sentiment, trading behavior and stock returns. *Applied Economics Letters*, 27(6), 488-493.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2020). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. 8th Edition. John Wiley & Sons.
- Shaikh, I. (2021). Policy uncertainty and Bitcoin returns. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 186-195.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Shu, H. C. (2020). Investor sentiment and stock returns: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 409-420.
- Smales, L. A. (2017). The importance of fear: Investor sentiment and stock market returns. *Applied Economics*, 49(34), 3395-3421.
- Sukono, S., Lesmana, E., Susanti, D., & Napitupulu, H. (2021). Estimating the effect of the Covid-19 outbreak events on the Indonesia and Malaysia stock market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 475-485.
- Supriyanto, Y., Sugiyanto, S., & Suropto, S. (2024). Determinan Kinerja Fundamental Bank, Kinerja Fundamental Ekonomi Makro Dan Aksi Korporasi Terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Indonesia (JABISI)*, 5(2), 171-185.
- Tran, V. T., & Tran, P. A. (2019). Comparative study between Indonesian and Malaysian stock markets. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(2), 189-205.
- Trisno, B., & Vidayana, V. (2023). Understanding herding behavior among Indonesian stock market investors. In *E3S Web of Conferences* (Vol. 426, p. 01088). EDP Sciences.
- Wahyudi, S., Hersugondo, H., & Laksana, R. D. (2023). Comparative analysis of banking stock returns in Indonesia and Malaysia: Implications for regional portfolio diversification strategies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 10(1), 149-161.
- Widyawati, L., Suhadak, S., & Endang, M. G. (2020). The role of macroeconomic factors on stock market development: Evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 345-354.
- Zaremba, A., & Czapkiewicz, A. (2017). Digesting anomalies in emerging European markets: A comparison of factor pricing models. *Emerging Markets Review*, 31, 1-15.
- Zaremba, A., Kizys, R., & Raza, M. W. (2020). The long-run performance of initial public offerings (IPOs): The case of Poland. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 1108-1129.