

ANALISIS HUBUNGAN ANTARA SENTIMEN INVESTOR DAN IMBAL HASIL PASAR SAHAM DENGAN PENDEKATAN ALIRAN DANA REKSA DANA DAN ANALISIS *VECTOR* *AUTOREGRESSIVE (VAR)*

Anggia Paramita Puti Kencana
Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma
Jl. Margonda Raya no 100, Depok 16424, Jawa Barat
anggia.paramita@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis hubungan kausalitas dan dinamis antara sentimen investor dan imbal hasil pasar dengan melibatkan faktor inflasi. Data yang digunakan untuk melakukan penelitian ini adalah sentimen investor, imbal hasil pasar saham dan inflasi dengan periode bulanan dalam kurun waktu dari tahun 2015 sampai 2018. Alat ukur untuk pendekatan sentimen investor adalah aliran dana reksa dana. Metode yang digunakan berbasis kuantitatif dengan analisis deskriptif, dengan menggunakan model *Vector Autoregressive*, analisis Fungsi Respons Impuls dan *Variance Decomposition* serta analisis Kausalitas Granger. Hasil analisis menunjukkan adanya hubungan antara sentimen investor dengan imbal hasil pasar, namun dampaknya tidak signifikan. Kejutan pada variabel dijelaskan paling dominan oleh dirinya sendiri.

Kata kunci : *Sentimen Investor, Aliran Dana Reksa Dana, Imbal Hasil Pasar Saham, Vector Autoregressive, Fungsi Respons Impuls, Variance Decomposition, Kausalitas Granger.*

Abstract

This research aims to examine and analyze the causal relationship and the dynamics between investor sentiments and market returns that involving inflation. Data that used for the research are monthly data of investor sentiments, market returns and inflation during the year of 2015 until 2018. Mutual funds flow used as the proximity measurement instrument of investor sentiments. Methods used are quantitative descriptive analysis, using the model of *Vector Autoregressive*, analysis of *Impulse Response Function* and *Variance Decomposition* and *Granger Causality* analysis. The analysis showed an association between investor sentiments and the market returns, but the influence is not significant. Shock on a variable commonly not giving significant impact, except for the variable itself.

Keywords : *Investor Sentiment, Mutual Fund Flow, Market Returns, Vector Autoregressive, Impulse Response Function, Variance Decomposition, Granger Causality*

PENDAHULUAN

Indonesia sebagai negara berkembang, memiliki masyarakat yang kesadaran akan investasinya sudah semakin meningkat. Peningkatan minat investasi seiring meningkatnya kesadaran pentingnya peran pasar modal dalam perekonomian Indonesia. Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian negara karena memiliki fungsi sebagai sarana pendanaan usaha, yaitu sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal

atau disebut juga investor. Fungsi lainnya dari pasar modal adalah sebagai sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksadana, dan lainnya. Pasar saham merupakan bagian dari pasar modal dengan instrumen keuangan yang diperdagangkan adalah saham dari perusahaan-perusahaan yang sudah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Saham merupakan instrumen investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan

tingkat keuntungan yang menarik. Di Indonesia, pergerakan perdagangan di pasar saham dapat terpantau melalui Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG pun menjadi salah satu tolok ukur perekonomian Indonesia. Jika suatu kondisi menunjukkan peningkatan nilai pada IHSG, maka situasi ini merupakan gambaran semakin meningkatkannya kepercayaan investor (lokal / asing) akan prospek perekonomian di Indonesia, begitu pula dengan kondisi sebaliknya.

Kondisi perekonomian domestik maupun dunia turut mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Respons yang muncul dari investor sebagai reaksi terhadap kondisi pasar tertentu akan berpengaruh dengan fluktuasi harga dan imbal hasil. Data historis harga dan imbal hasil juga bisa menjadi acuan investor untuk menentukan keputusan investasinya. Selain itu situasi dan kondisi dari dunia sosial, politik, kebijakan pemerintah dan bank sentral atau informasi fundamental dari perusahaan dapat juga menjadi sumber informasi yang penting bagi investor. Semua informasi tersebut akan menimbulkan respons dari investor yaitu respons positif atau negatif berdasarkan pemikiran dan analisa rasional maupun irasional dari seorang investor. Respons dari investor biasa disebut dengan sentimen investor.

Sentimen investor dapat didefinisikan sebagai keyakinan akan arus kas dimasa yang akan datang dan risiko investasi yang tidak didukung informasi fundamental. Sentimen investor tersebut dapat diukur dengan berbagai pendekatan, salah satunya yang dikemukakan oleh Barker dan Wugler (2007) yaitu dengan menggunakan aliran dana reksa dana (*mutual fund flow*)

Sentimen investor dapat mempengaruhi harga dan imbal hasil, namun disisi lain data historis dari harga dan imbal hasil juga bisa mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi, ibarat antara telur dan ayam mana yang terlebih dahulu, hubungan inilah yang ingin diteliti lebih lanjut oleh penulis. Dalam kondisi pasar di Indonesia, benarkah terjadi hubungan timbal balik antara sentimen

investor dengan imbal hasil pasar saham secara langsung atau ada faktor lain yang turut mempengaruhi misalkan faktor makro ekonomi, bagaimana pula efek yang ditimbulkan jika terjadi guncangan pada imbal hasil pasar saham, apakah memberikan pengaruh pada sentimen investor atau sebaliknya. Sentimen investor adalah salah satu bagian dari perilaku keuangan yang menarik untuk dianalisis karena realisasinya peran investor dalam pasar memang menjadi salah satu penentu indikator pasar dan tidak bertindak secara rasional seperti yang seharusnya dalam pasar efisien.

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk melakukan pengujian dan analisis mengenai hubungan yang terjadi antara sentimen investor yang diukur dengan aliran dana bersih dari reksa dana dan imbal hasil pasar dengan melibatkan variabel makro di Indonesia. Metode analisis yang digunakan adalah analisa *Vector Auto Regressive*, Kausalitas Granger, Fungsi Respons Impuls dan analisis *Variance Decomposition*.

KERANGKA TEORI

Penelitian ini didasarkan pada dua teori yaitu *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dan *Behavioral Finance Theory*.

Efficient Market Hypothesis (EMH)

Tiga hal yang mendasari teori EMH yaitu yang pertama adalah investor diasumsikan rasional dan menilai sekuritas secara rasional juga, kedua jika investor tidak rasional maka perdagangan dilakukan secara acak tanpa mempengaruhi harga, dan yang ketiga adalah jika investor tidak rasional maka dilakukan arbitrase untuk mengurangi fluktuasi harga.

Ketika investor bertindak secara rasional, mereka akan menilai sekuritas dengan nilai fundamental dengan melihat nilai bersih saat ini dari aliran kas dan karakteristik risikonya. Pada saat investor memahami nilai fundamental dari suatu

sekuritas, maka setiap informasi baru yang tersedia akan di respons secara cepat oleh para investor dengan meningkatkan penawaran harga pada saat ada berita baik dan menurunkan penawaran harga pada saat ada berita tidak baik bagi investor. Dalam pasar yang kompetitif, yaitu investor adalah rasional dan konservatif, maka imbal hasil yang diperoleh tidak dapat diprediksi, nilai dan harga sekuritas bergerak secara acak.

Pasar efisien adalah pasar yang harga sekuritas–sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Fama (1970) telah mengklasifikasikan informasi menjadi tiga tipe yaitu (i) perubahan harga di waktu yang lalu, (ii) informasi yang tersedia pada publik, dan (iii) informasi yang tersedia baik pada publik maupun tidak. Pasar efisien pun memiliki tiga bentuk efisiensi yaitu: (i) Efisiensi yang lemah, (ii) Efisiensi semi kuat, dan (iii) Efisiensi yang kuat.

Behavioral Finance Theory

Behavioral finance theory, atau teori perilaku keuangan merupakan integrasi dari ekonomi klasik dan keuangan dengan psikologi dan ilmu pengambilan keputusan (Fuller, 1998). Teori perilaku keuangan mulai dikenal sebagai teori yang memberikan alternatif pandangan dalam pasar keuangan yaitu pasar tidak diharapkan menjadi efisien dan sistematis, investor tidak selamanya bertindak secara rasional sepenuhnya. Teori keuangan standar didasari dengan hipotesa pasar efisien dan teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dalam kaitannya pembentukan harga pasar dan imbal hasil serta risikonya. Pada teori perilaku keuangan, pembentukan harga dan imbal hasil tidak selamanya terjadi pada pasar efisien namun terdapat asumsi dasar yaitu faktor sentimen dan keterbatasan arbitrase (*limited arbitrage*) turut menjadi dasar dalam pasar keuangan

Penelitian Terdahulu

Penelitian terhadap sentimen investor dan bagaimana pengukurannya serta bagaimana

hubungan sentimen investor dengan imbal hasil pasar telah dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu dengan berbagai pendekatan dan metode.

Baker dan Wugler (2007) melihat hubungan antara sentimen investor dengan imbal hasil saham dan menjelaskan beberapa cara yang potensial untuk dijadikan proksi pengukuran sentimen investor salah satunya adalah dengan aliran dana reksa dana. Hasil penelitiannya adalah sulitnya terjadi arbitrase harga saham disebabkan adanya sentimen investor. Ben-Raphael, Kandel dan Wohl (2010) juga menggunakan proksi aliran dana reksa dana untuk sentimen investor ditambah dengan pertukaran bersih sebagai proksi pergeseran antara reksa dana obligasi dan reksa dana saham dalam pasar Amerika. Hasilnya adalah adanya pengaruh yang kuat dari sentimen investor terhadap saham – saham kecil.

Kurov (2010) melakukan penelitian tentang sentimen investor terhadap saham sebagai dampak kebijakan moneter dengan menggunakan proksi indeks sentimen investor yang dikemukakan juga oleh Baker dan Wugler (2007) dan dengan survey kecerdasan investor. Hasil penelitiannya adalah kebijakan moneter memberikan dampak yang kuat pada sentimen investor pada periode pasar *bearish*.

Frazzini dan Lamont (2008) menggunakan aliran dana reksa dana dalam pengukuran sentimen investor dan hasil penelitiannya adalah besarnya peran sentimen investor yang cenderung dapat memprediksi atau meramalkan imbal hasil dimasa datang.

Driyani (2010) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh imbal hasil pasar saham dan beberapa variabel makro ekonomi terhadap aliran dana reksa dana saham. Variabel makro ekonomi yang digunakan adalah SBI rate dan nilai tukar mata uang. Hasil yang diperoleh dari penelitian tersebut adalah variabel makro ekonomi sebagian besar mempengaruhi aliran dana reksa dana saham atau iklim perekonomian Indonesia turut mempengaruhi pasar modal sehingga juga mempengaruhi

besar kecilnya aliran dana reksa dana saham.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini akan menguji dan melihat bagaimana hubungan antara sentimen investor dengan pendekatan pengukurannya menggunakan aliran dana reksa dana dengan imbal hasil pasar dan bagaimana keterlibatan variabel makro terhadap hubungan dua variabel tersebut.

Data reksa dana diperoleh menggunakan metode pengambilan sampel dengan kriteria tertentu.

Data yang digunakan adalah data kinerja reksa dana berupa aliran dana yang

aktif yang terdiri dari data penjualan dan penebusan kembali yang tersedia selama rentang waktu 2015-2018 dengan periode bulanan yang diperoleh dari Laporan Statistik Pasar

Modal oleh OJK. Data lainnya yang digunakan adalah data imbal hasil investasi pasar, dalam penelitian ini imbal hasil investasi pasar yang digunakan adalah kelebihan imbal hasil investasi pasar saham (Indeks Harga Saham Gabungan / IHSG), kemudian data selanjutnya adalah data tingkat bunga Bank Indonesia (untuk perhitungan kelebihan imbal hasil investasi) dan data inflasi bulanan. Tabel 1. adalah rincian variabel yang digunakan.

Tabel 1. Data Variabel

Net Flow	Excess Return	Inflasi
<ul style="list-style-type: none"> • Aliran dana bersih Reksa dana • Natural Logaritma (Ln) dari hasil selisih penjualan dan penebusan kembali reksa dana • Periode 2015 - 2018 • Sumber : Laporan Statistik Pasar Modal, OJK 	<ul style="list-style-type: none"> • Lebih imbal hasil investasi pasar saham (IHSG) • Hasil dari selisih Imbal hasil pasar indeks saham dengan <i>Policy rate</i> BI • Periode 2015 - 2018 • Sumber : www.finance.yahoo.com dan www.bi.go.id 	<ul style="list-style-type: none"> • Tingkat Inflasi periode bulanan • Periode 2015 - 2018 • Sumber : www.bps.go.id

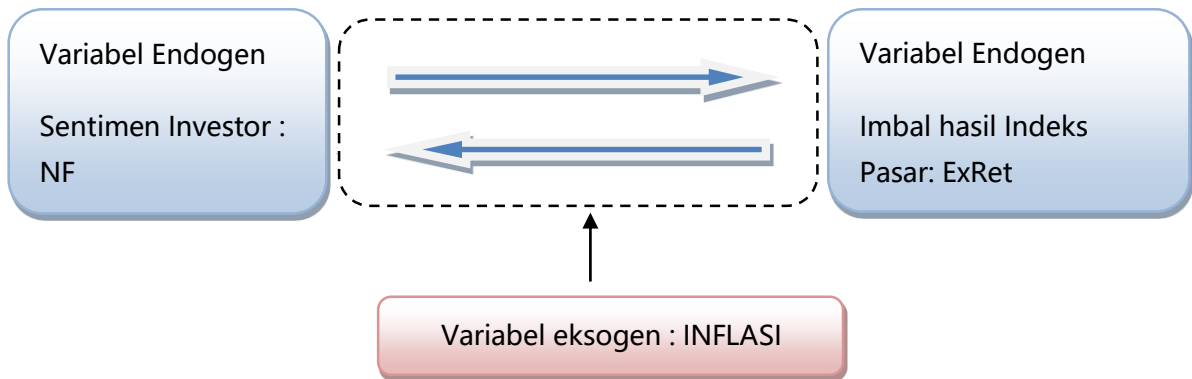
Penelitian ini menggunakan metode analisis *Vector Auto Reregressive* (VAR) yang diperkenalkan pertama kali oleh Sims (1980) sebagai alternatif terhadap model makro ekonometrika berdasarkan pendekatan struktural simultan. Brooks (2008, p.290) menjelaskan bahwa VAR adalah model ekonometrika yang merupakan pengembangan dari model *univariate autoregressive*. VAR adalah model sistem regresi dengan lebih dari satu variabel dependen yang mengalami pengembangan dengan memasukan struktur *multivariate* yaitu menyatukan model *time series univariate* dengan model persamaan simultan. Metode VAR untuk penelitian ini menggunakan asumsi semua variabel adalah endogen, namun tidak

menutup adanya peran eksogen dalam VAR. Untuk penelitian ini terdapat 3 variabel yang terdiri dari 2 variabel endogen dan 1 variabel eksogen yaitu variabel inflasi. Adapun hubungan antar variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1 di bawah ini: Pemilihan data reksa dana dengan fokus pada aliran dana dari penjualan dan penebusan kembali, dianggap dapat mewakili reaksi atau respons atau sentimen dari investor dalam keputusan berinvestasi. Imbal hasil pasar yang dijadikan variabel berikutnya adalah imbal hasil investasi dari pasar saham (IHSG) yang pergerakannya cukup dinamis terhadap berbagai informasi. Variabel inflasi dipilih sebagai variabel

makro ekonomi yang diperkirakan dapat memberikan pengaruh yang signifikan pada sentimen investor dan imbal hasil pasar.

Analisis data dilakukan secara kuantitatif deskriptif dengan pendekatan model *Vector Autor Regressive* (VAR) mencakup tiga alat

analisis utama yaitu Uji Kausalitas Granger, Fungsi Respons Impuls dan *Variance Decomposition*. Sebelum mencapai analisis VAR, beberapa prosedur estimasi harus dilakukan terlebih dahulu dalam penelitian ini, yaitu : (1) Uji akar – akar unit (*Unit Root Test*),



Gambar 1. Hubungan Antar Variabel

(2) Penentuan panjang lag, (3) Uji Kointegrasi (*Johansen Cointegration Test*) dan Uji Korelasi (*Portmanteau Autocorrelation Test*)

Analisis VAR dipilih disebabkan model VAR adalah model non struktural yang tidak memerlukan keberadaan hubungan secara teoritis antar variabel. Dalam VAR, variabel yang digunakan semuanya endogen walaupun tidak menutup kemungkinan adanya

keterlibatan variabel eksogen didalamnya (Widarjono, 2007).

Dalam penelitian ini menggunakan model *Vector Autoregressive* (VAR) yang diadaptasi dan dimodifikasi dari model persamaan VAR pada penelitian Ben-Rephael, Kandel dan Wohl (2010). Adapun persamaan model VAR untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$NF_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} NF_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{1i} ExRet_{t-i} + \delta_{1i} Inf_t + \varepsilon_t$$

$$ExRet_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^n \gamma_{2i} NF_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_{2i} ExRet_{t-i} + \delta_{2i} Inf_t + \varepsilon_t$$

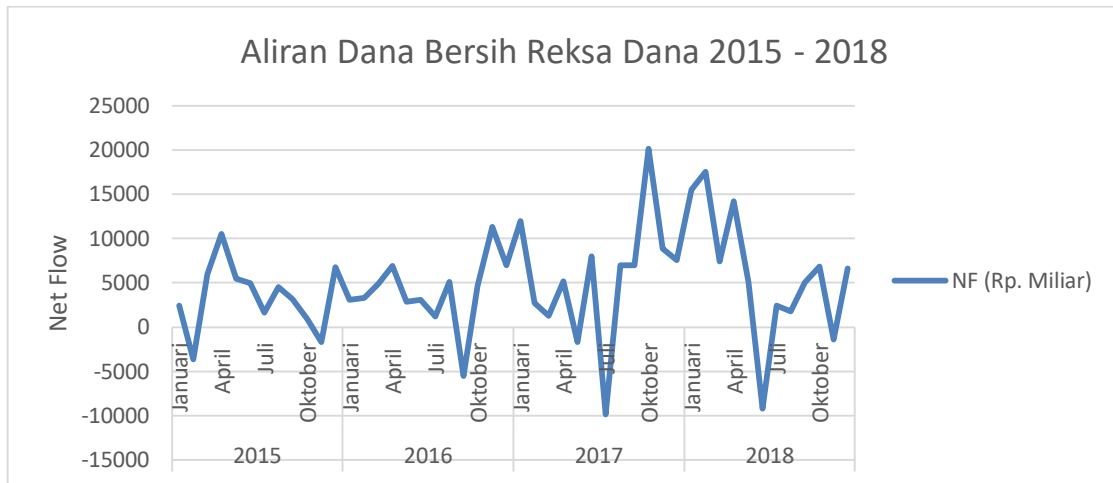
Keterangan :

- $\alpha_{1,2,3,4}$: intercept
- NF : Aliran dana bersih reksa dana = penjualan – penebusan kembali
- ExRet : Kelebihan imbal hasil investasi pasar saham = Imbal hasil – *Policy rate* BI
- Inf : Inflasi
- ε_t : *Error term* atau Residual
- t-i : Lag (lag 1, lag 2 dan lag 3)

Untuk analisa Uji Kausalitas Granger, IRF dan *Variance Decomposition* diolah berdasarkan model VAR tersebut.

Kondisi perkembangan aliran dana bersih reksa dana sepanjang rentang tahun 2015-2018 dapat terlihat dalam Gambar 2 sebagai berikut:

HASIL DAN PEMBAHASAN



Gambar 2. Kondisi Perkembangan Aliran Dana Bersih Reksa Dana 2008–2011

Pada Gambar 2 terlihat bahwa dari awal tahun hingga jelang pertengahan tahun 2017, grafik aliran dana bersih reksa dana mengalami penurunan, hal ini disebabkan tingginya pencairan dana kembali yang dilakukan investor mengalami peningkatan. Pencairan dana oleh investor ini dapat terjadi disebabkan beberapa hal terkait kondisi ekonomi, sosial dan politik yang mendorong investor perlu melakukan perubahan formasi dalam portofolionya. Perubahan formasi portofolio yang dilakukan oleh investor ini menunjukkan bahwa investor sedang ingin mengurangi beban resiko investasi. Pelepasan investasi saham dalam jumlah yang cukup signifikan dan beralih pada obligasi dan pasar uang bisa menjadi salah satu penyebab menurunnya aliran dana bersih reksa dana. Terkoreksinya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang terjadi sepanjang 2017

juga dapat mendorong para investor melakukan perubahan formasi dalam portofolionya. Hal yang kurang lebih sama kondisinya terjadi pada tahun 2018. Pencairan / penebusan dana kembali tersebut mengalami peningkatan dibandingkan aksi pembelian yang dilakukan para investor. Isu politik terkait persiapan PEMILU 2019, isu ekonomi dalam negeri dan luar negeri turut menjadi pemicu perubahan minat investor dalam keputusannya berinvestasi. Tabel 2. memperlihatkan deskriptif data variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Pada Tabel 2. terlihat aliran dana bersih memiliki nilai aliran dana tertinggi 20.201,530 miliar rupiah dan nilai aliran dana terendah -9.810,700 miliar rupiah serta rata – rata aliran dana sepanjang 2015 – 2018 adalah 4.771,305 miliar rupiah. Kelebihan imbal hasil diperoleh dari selisih imbal hasil IHSG dengan *policy rate BI* memiliki rata-

Tabel 2. Deskriptif Data Variabel

	Mean	Median	Std Dev	Max	Min
NF (miliar Rp)	4.771,305	4.992,020	5.830,831	20.102,530	-9.810,700
Inflasi	0,27%	0,22%	0,33%	0,97%	-0,45%
Return IHSG	0,41%	1,00%	3,28%	6,78%	-7,83%

Excess Return	-5,39%	-4,51%	3,66%	2,53%	-15,33%
NF	: Aliran dana bersih Reksa dana				
ExRet	: Kelebihan imbal hasil investasi indeks Pasar Saham				
Return IHSG	: Imbal Hasi investasi Pasar Saham				
Sumber	: Data dari berbagai sumber yang telah diolah				

rata sebesar -5,39%, standar deviasinya 3,66% dan nilai tertinggi dan terendahnya adalah 2,53% dan -15,33%. Inflasi sebagai variable eksogen mencapai nilai tertinggi pada 0,9% dan tingkat inflasi terendah pada -0,45% dengan standar deviasi 0,33%.

Sebelum data di estimasi dengan

metode VAR, data yang digunakan diuji terlebih dahulu dari sisi stasioneritasnya, panjang lag yang digunakan dan ada tidaknya kointegrasi dan korelasi serial dari *error term*. Tabel 3. memperlihatkan hasil pengujian unit root test untuk mengetahui data yang digunakan stasioner atau tidak pada data level.

Tabel 3. Hasil Pengujian Stasioneritas pada Data Level

Variabel	ADF t-test	Critical Value (1%)	Status
NF	-6,179009	-3,577723	Stasioner
ExRet	-5,036274	-3,577723	Stasioner
Inflasi	-6,501852	-3,584743	Stasioner

NF : Aliran Dana Bersih Reksa dana
 ExRet : kelebihan imbal hasil investasi Indeks Pasar Saham
 Sumber : Data yang telah diolah

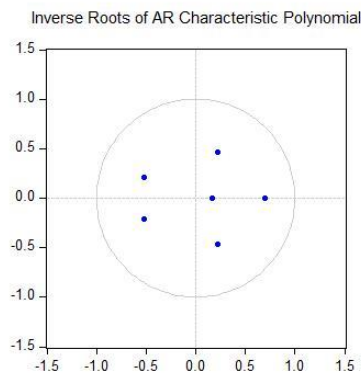
Berdasarkan hasil pengujian unit root (stasioneritas data) terlihat pada Tabel 3 bahwa semua variabel yang akan digunakan dalam analisis berada dalam kondisi stasioner pada data level. Dengan demikian metode analisis yang langsung dapat digunakan adalah VAR biasa. Selanjutnya adalah penentuan panjang lag. Penentuan panjang lag yang optimal ini penting karena analisis VAR sangat peka dengan panjang lag yang digunakan. Semakin panjang lag yang digunakan semakin banyak jumlah parameter yang diestimasi dan derajat kebebasannya akan semakin sedikit, sedangkan jika terlalu sedikit lag yang digunakan justru akan misspesifikasi. Penentuan panjang lag juga menentukan kestabilan dari model estimasi VAR yang akan digunakan. Dalam penelitian ini telah dilakukan berbagai uji coba penentuan lag yang optimal dengan membandingkan hasil yang diperoleh dengan kriteria pengujian akar polinomial, kriteria AIC, SC, HQ dan *adjusted R²*, maka diputuskan panjang lag optimum yang digunakan adalah 3.

Pemilihan lag 3 disebabkan hasil uji stabilitas dengan AR Polinomial terhadap sistem VAR yang menyatakan bahwa lag 3 merupakan lag optimal yang stabil. Pengujian ini dilakukan berulang-ulang dengan menggunakan Eviews 10.0. Sistem VAR dikatakan stabil (stasioner) jika hasil pengujian menghasilkan nilai absolut dari seluruh akar yang nilainya <1. Gambar 3. di bawah ini memperlihatkan stabilitas sistem VAR dengan lag 3. Pada Gambar 3 adalah model VAR dengan lag 3 dalam kondisi stabil (stasioner) karena seluruh root-nya atau seluruh akarnya memiliki modulus yang lebih kecil dari 1 (satu) dan semua terletak dalam satu unit lingkaran.

Data variabel yang digunakan sudah stasioner pada data level, oleh karena itu pengujian kointegrasi tidak terlalu diperlukan, namun jika diuji dengan metode *Johansen's Cointegration Test* terhadap variabel – variabel yang akan diteliti, maka didapat hasil bahwa dari kedua variabel endogen dan satu variabel eksogen yang diteliti, terdapat 1 (satu)

kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel-variabel yang diteliti memiliki hubungan stabilitas / kesetimbangan dan

kesamaan pergerakan dalam jangka pendek dan dalam jangka panjang. Pengujian korelasi serial *error term*, diperoleh hasil bahwa tidak ada korelasi



Gambar 3. Hasil Uji Stabilitas Model VAR

serial dari error term, sehingga estimasi penelitian ini tetap menggunakan metode VAR.

Berdasarkan estimasi dengan menggunakan model VAR, kemudian

dilanjutkan dengan pengujian kausalitas Granger, analisis repons impuls (IRF) dan *Variance Decomposition*, maka hasilnya secara ringkas seperti yang terlihat pada tabel 4 dan 5 di bawah ini:

Tabel 4. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesa untuk Analisa VAR

No.	Hipotesa	Hubungan	Pengaruh
1	Sentimen Investor dengan imbal hasil indeks pasar	Positif	Tidak Signifikan
2	Sentimen Investor dengan Sentimen Investor	Negatif	Tidak Signifikan
3	Sentimen Investor dengan Inflasi	Positif	Tidak Signifikan
4	Imbal hasil indeks pasar dengan Sentimen investor	Negatif	Tidak Signifikan
5	Imbal hasil indeks pasar dengan imbal hasil indeks pasar	Positif	Tidak Signifikan
6	Imbal hasil indeks pasar dengan inflasi	Positif	Tidak Signifikan

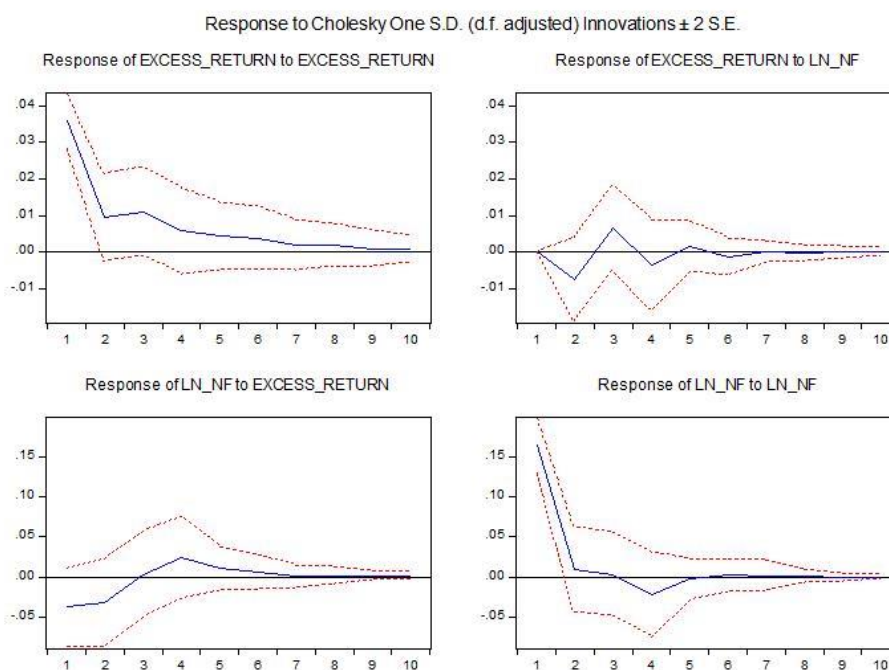
Hasil dari analisis *impulse response function* sebagaimana terangkum dalam Tabel 5

dapat dilihat dalam bentuk grafik seperti pada Gambar 4. di bawah ini:

Tabel 5. Ringkasan Hasil Granger Causality Test, IRF dan Variance Decomposition

No.	Hipotesa	Hasil / Respon
1	Terdapat Korelasi error term, hubungan timbal balik, dan hubungan jangka panjang antara sentimen investor dan imbal hasil indeks pasar saham	Tidak terdapat korelasi resial error term pada tingkat sig. 5%, tidak terdapat hubungan kausalitas Granger

2	Kejutan pada setimen investor di respons oleh imbal hasil indeks pasar saham	Kejutan pada sentimen investor di respons oleh imbal hasil indeks pasar saham dengan respons yang cukup fluktuatif pada 5 bulan pertama, selanjutnya relatif stabil hingga akhir periode
3	Kejutan pada sentimen investor direspons oleh sentimen investor itu sendiri	Terdapat respons negatif pada beberapa bulan diawal periode, namun selanjutnya stabil hingga akhir periode
4	Kejutan pada imbal hasil indeks pasar saham di respons oleh sentimen pasar saham	Terdapat respons yang positif beberapa bulan diawal periode dan selanjutnya bergerak stabil
5	Kejutan pada imbal hasil indeks pasar saham di respons oleh imbal hasil indeks pasar saham itu sendiri	Terdapat respons yang relatif positif dan stabil hingga akhir periode
6	Perubahan akibat kejutan pada imbal hasil indeks pasar saham dapat dijelaskan oleh sentimen investor dan imbal hasil indeks pasar saham itu sendiri	Imbal hasil indeks pasar saham mampu menjelaskan secara dominan perubahan akibat kejutan pada imbal hasil pasar saham itu sendiri
7	Perubahan akibat kejutan pada sentimen investor dapat dijelaskan oleh imbal hasil indeks pasar saham dan sentimen investor itu sendiri	Perubahan akibat kejutan pada sentimen investor hanya dapat dijelaskan dengan cukup dominan oleh sentimen investor itu sendiri



Gambar 4. Hasil Impulse Response Function (IRF)

Berdasarkan analisis IRF dan VD, secara umum dapat dikatakan bahwa datangnya informasi baru merupakan guncangan atau kejutan pada suatu variabel akan direspons oleh variabel itu sendiri dan variabel-variabel lainnya dalam sistem VAR dengan tingkatan yang berbeda-beda. Bahwa setiap ada informasi

baru berkaitan dengan sentimen investor akan direspons oleh sentimen investor itu sendiri maupun oleh imbal hasil pasar saham. Begitu pula jika informasi berkaitan dengan imbal hasil pasar saham akan direspons oleh imbal hasil pasar itu sendiri dan sentimen investor. Kemudian dapat disimpulkan pula bahwa masing-masing

variabel dapat menjelaskan apabila terjadi kejutan / guncangan pada salah satu variabel dengan porsi penjelasan masing-masing yang didominasi oleh dirinya sendiri. Hal ini ditunjukkan pada saat terjadi kejutan pada sentimen investor maka yang akan memberikan penjelasan paling dominan adalah perubahan dari sentimen investor itu sendiri sementara imbal hasil pasar saham memberikan penjelasan dengan porsi yang relatif kecil.

Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini memang berbeda dari hasil-hasil penelitian terdahulu yang menjadi rujukan dalam penelitian ini, bahkan berbeda dari apa yang diharapkan oleh penulis. Dari hasil penelitian ini, untuk kasus di Indonesia, fluktuasi yang terjadi pada imbal hasil indeks pasar adalah sebagai respon atas kejutan yang terjadi atau adanya informasi yang diterima oleh indeks pasar itu sendiri. Aliran dana dari reksa dana untuk kasus Indonesia dalam penelitian ini belum sepenuhnya mewakili sebagai sentimen investor, karena pergerakannya pun belum sepenuhnya mencerminkan sentimen investor itu sendiri. Hal ini kemungkinan disebabkan karena reksa dana di Indonesia belum menjadi suatu alternatif investasi yang diunggulkan, belum sepopuler di negara lain, Amerika misalnya. Belum lagi banyak juga produk-produk reksa dana yang usianya tidak bertahan lama, sehingga minat investor untuk berinvestasi di reksa dana juga belum setinggi jika dibandingkan minat investor untuk berinvestasi langsung ke bursa tanpa melalui reksa dana.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan uraian pada bagian pembahasan dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan antara sentimen investor dengan imbal hasil indeks pasar, namun pengaruhnya tidak signifikan. Pada hasil dari sisi IRF, respons yang fluktuatif dan cukup signifikan terlihat pada respons imbal hasil indeks pasar terhadap kejutan pada sentimen investor, sedangkan hasil dari

VD yang menunjukkan bahwa imbal hasil indeks pasar saham mampu menjelaskan secara dominan terhadap fluktuasi yang terjadi pada imbal hasil indeks pasar saham sebagai akibat terjadinya kejutan, begitu pula pada fluktuasi akibat kejutan pada sentimen investor mampu dijelaskan cukup dominan oleh sentimen investor itu sendiri. Variabel inflasi sebagai variabel kontrol tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap hubungan antara sentimen investor dengan imbal hasil indeks pasar. Berdasarkan tingkat kepercayaan $\alpha = 5\%$, maka tidak terdapat hubungan kausalitas Granger antara variabel-variabel yang di gunakan dalam penelitian ini.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan dalam hal perolehan data. Data aliran dana berupa penjualan dan penebusan dana kembali yang diperoleh hanya terbatas untuk periode 2015–2018 secara bulanan dan secara tidak langsung berpengaruh pada hasil penelitian ini jika dibandingkan dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menggunakan data harian.

Keterbatasan rentang waktu dari data yang tersedia bisa jadi mempengaruhi hasil estimasi. Hal ini yang diharapkan bisa mendorong dilakukannya penelitian lebih lanjut tentang sentimen investor dari reksa dana ini dengan rentang waktu lebih panjang dan keluasan data yang diperoleh sehingga diharapkan mendapatkan hasil yang lebih baik dari penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151.
- Ben-Rephael, A., Kandel, S., & Wohl, A. (2010). Measuring investor sentiment with mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 104 (2012), 363-382.
- Brooks, C. (2008). *Introductory econometrics for finance*, 2nd

- edition.* Cambridge University Press.
- Driyani, I.A. (2010). Pengaruh stock market return, SBI, exchange rate terhadap equity mutual fund flow. *Thesis* Faculty of Economics, Universitas Indonesia.
- Fama, E. (1970). Efficient capital market : A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Frazzini, A. & Lamont, O. A. (2008). Dumb money : mutual fund flow and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economic*, 88 (2), 299–322.
- Fuller, R. J. (1998). Behavioral finance and the source of alpha. *Fourthcoming, Journal of Pension Plan Investing*, 2(3), 1-22.
- Kurov, A. (2010). Investor sentiment and the stock market's reaction to monetary policy. *Journal of Banking & Finance*, 34(1), 139–149.
- Sims, C.A (1980). Macroeconomics & reality. *Journal of The Econometric Society*, 48(1), 1–48.
- Widarjono, A. (2007). *Ekonometrika teori dan aplikasi untuk ekonomi dan bisnis, Edisi 2*. Ekonisia, Fakultas Ekonomi, UII Yogyakarta.