

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pasar modal memiliki peran strategis sebagai jembatan antara pihak yang membutuhkan pendanaan (emiten) dengan pihak yang memiliki kelebihan dana dan ingin menggunakannya untuk berinvestasi (investor). Investasi yang ditempatkan diharapkan dapat mendorong produktivitas perusahaan sekaligus memberikan imbal hasil bagi investor berupa dividen atau *capital gain*. Investor sendiri dapat berasal dari dalam maupun luar negeri, dan dapat berbentuk institusi (institusional) maupun individu (ritel).

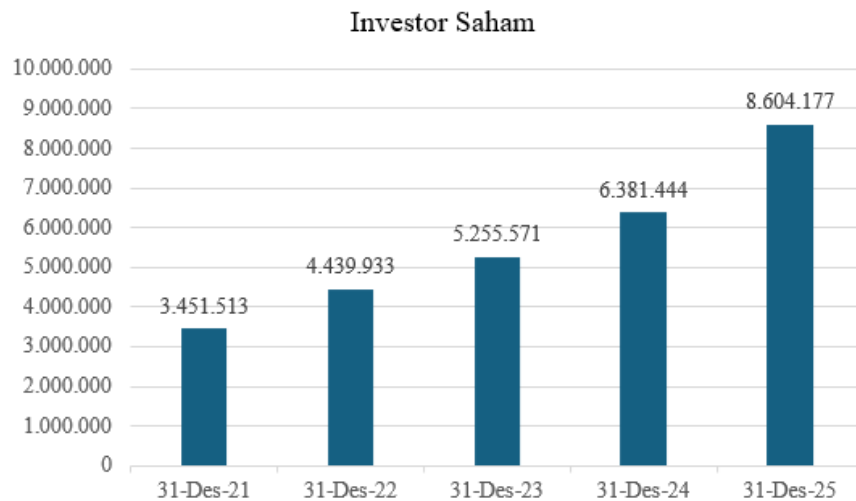
Di antara berbagai instrumen yang diperdagangkan di pasar modal, seperti obligasi, reksa dana, ETF, dan derivatif, saham merupakan salah satu yang paling populer. Bagi emiten, saham adalah salah satu cara memperoleh pendanaan; sementara bagi para investor, saham menawarkan potensi keuntungan melalui *capital gain* maupun dividen. Saham juga memberikan kesempatan bagi investor untuk memiliki bagian kepemilikan dalam suatu perusahaan dan berpartisipasi dalam perkembangan atas nilai perusahaan tersebut.

Pasar modal di Indonesia, yakni Bursa Efek Indonesia (BEI) mengklasifikasikan saham yang diperdagangkan ke dalam berbagai indeks, salah satunya adalah indeks LQ45. Indeks ini terdiri dari 45 saham yang dipilih berdasarkan likuiditas tertinggi dan kapitalisasi pasar terbesar, serta dievaluasi setiap enam bulan. Berdasarkan data Statistik Pasar Modal Indonesia per 30 Desember 2025 (KSEI, 2025), total saham yang tercatat di BEI mencapai 958 emiten. Artinya, hanya 45 dari 958 saham yang masuk ke dalam indeks LQ45, sementara lebih dari 900 saham sisanya merupakan saham non-LQ45. Saham non-LQ45 merujuk pada seluruh saham yang terdaftar di BEI namun tidak termasuk dalam indeks LQ45, yang secara umum memiliki likuiditas dan kapitalisasi pasar lebih rendah, serta cenderung lebih rentan terhadap pengaruh faktor-faktor di luar fundamental perusahaan.

Pertumbuhan signifikan dalam jumlah investor pasca pandemi COVID-19 menjadi salah satu faktor yang turut membentuk dinamika pasar saham, termasuk pada kelompok saham non-LQ45. Fenomena peningkatan partisipasi investor, khususnya investor ritel, selama dan setelah pandemi telah diobservasi di berbagai pasar. Djalilov dan Ülkü (2021) mencatat bahwa peningkatan investor ritel yang membeli saham di pasar modal Rusia telah dimulai sejak *market crash* pada Maret–April 2020 dan terus berlanjut hingga pasar mengalami pemulihan. Ekinci dan Ersan (2024) memperkuat hal tersebut melalui temuan mereka mengenai lonjakan partisipasi investor ritel di pasar modal Turki sejak awal Januari hingga akhir Maret 2020, tepat pada saat tekanan pandemi mulai terasa di pasar global.

Tren serupa terjadi di Indonesia. Menurut data OJK per 29 Desember 2021, jumlah investor di pasar modal Indonesia mengalami kenaikan sebesar 92,70% dibandingkan tahun sebelumnya. Hal ini mencerminkan terjadinya akselerasi partisipasi masyarakat di tengah pandemi COVID-19. Momentum ini juga terus berlanjut pada saat periode pemulihan pasca pandemi tersebut, berdasarkan data Statistik Pasar Modal Indonesia (KSEI, 2025). Jumlah investor saham di BEI terus meningkat hingga mencapai 8,6 juta investor pada akhir 2025, dengan porsi transaksi investor ritel mencapai 49,9%, menjadikan mereka kelompok dengan aktivitas perdagangan terbesar.

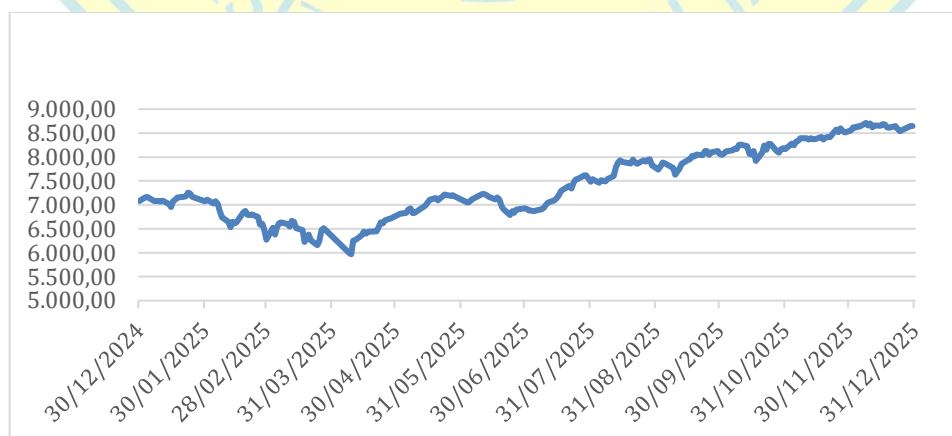
Meski demikian, dari sumber yang sama diketahui bahwa kepemilikan aset (*asset under management/AUM*) di pasar modal Indonesia masih didominasi oleh investor institusional dengan persentase lebih dari 80%. Kondisi ini menciptakan sebuah asimetri dimana investor ritel mendominasi secara jumlah dan frekuensi transaksi, sementara struktur kepemilikan tetap dikuasai oleh investor institusi. Akibat dari asimetri tersebut adalah investor ritel memiliki pengaruh jangka pendek yang lebih besar atas pergerakan harga saham, khususnya saham yang berada di luar indeks LQ45.



Gambar 1.1 Grafik peningkatan tahunan jumlah pemegang saham dari tahun 2021 hingga 2025.

Sumber: Statistik Pasar Modal Indonesia (Desember 2021-2025).

Pada tahun 2025, pasar modal Indonesia mencatat kinerja yang kuat. Berdasarkan data KSEI (2025), IHSG menguat 22,10% secara *year-to-date*, rata-rata nilai dan volume transaksi harian meningkat dibandingkan tahun 2024. Kapitalisasi pasar pada tahun 2025 mencetak rekor tertinggi di angka Rp16 ribu triliun dengan 24 kali *all-time high*. Penguatan IHSG ini tidak semata-mata ditopang oleh 45 saham LQ45; dengan lebih dari 900 saham non-LQ45 yang aktif diperdagangkan, kontribusi kelompok saham ini terhadap pergerakan indeks secara keseluruhan tidak dapat diabaikan.



Gambar 1.2 Grafik pertumbuhan bulanan harga penutupan IHSG dari 30 Desember 2024 (Rp 7.079,90) hingga 30 Desember 2025 (Rp 8.646,94).

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2025), diolah.

Kondisi tersebut terlihat pada perilaku saham non-LQ45 di BEI, di mana sejumlah saham dari berbagai sektor mencatat kenaikan nilai lebih dari 100% selama periode 2021-2025, meskipun tidak selalu didukung oleh kondisi fundamental emiten yang memadai. Fenomena ini tidak terbatas pada sektor tertentu saja, melainkan tersebar di berbagai kelompok saham dengan karakteristik yang berbeda. Beberapa saham bahkan menunjukkan peningkatan hingga mencapai ribuan persen pada periode tersebut.

Tabel 1.1 Contoh saham non-LQ45 dengan peningkatan signifikan

No.	Kode Saham	Sektor	Kenaikan Harga Pada 2021-2025	Kapitalisasi Pasar Per-Des 2025 (Miliar Rp)	PBV Per-Des 2025	ROE Per-Des 2025 (%)
1	SRAJ	Jasa dan peralatan kesehatan	8.584%	171,345 M	139,56	-21%
2	BUVA	Jasa konsumen	2.796%	17,724 M	23,51	0,97%
3	DAAZ	Barang baku	2.082%	1,306 M	1.760,32	2,01%
4	RISE	Properti dan <i>real estate</i>	2.033%	21,709 M	45,87	6,06%
5	MPRO	Properti dan <i>real estate</i>	561%	89,483 M	140,80	-7,43%
6	POLU	Pakaian dan barang mewah	2.427%	21,706 M	103,99	6,06%
7	ABMM	Minyak, gas dan batu bara	256%	6,525 M	2.780	6,99%

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2025), diolah.

Tabel 1.1 menyajikan sebagian contoh saham non-LQ45 yang mengalami peningkatan harga yang signifikan selama periode 2021-2025. Berdasarkan data yang diperoleh dari BEI, besarnya kenaikan harga tersebut menunjukkan adanya

ketimpangan terhadap kondisi fundamental emiten yang bersangkutan. Ketujuh saham mencatatkan kenaikan harga ratusan bahkan hingga ribuan persen, namun rasio profitabilitas yang ditunjukkan melalui *return on equity* (ROE) berada pada level rendah, atau dalam beberapa kasus bernilai negatif. Ketimpangan ini paling jelas terlihat pada saham dengan ROE yang bernilai negatif. SRAJ mengalami kenaikan harga sebesar 8.584% meskipun membukukan ROE sebesar -21%, sementara MPRO naik 561% dengan ROE -7,43%. Pada kedua emiten ini, harga saham justru mengalami peningkatan tajam meskipun perusahaan tersebut tidak menghasilkan laba atas ekuitasnya, sehingga kenaikan harga saham di pasar tidak dapat dikaitkan dengan penciptaan nilai fundamental.

Ketimpangan serupa juga tampak pada emiten dengan ROE yang bernilai positif namun cenderung rendah. Saham DAAZ mencatatkan kenaikan harga sebesar 2.082% dengan ROE hanya 2,01%. Sementara itu, saham BUVA meningkat sebesar 2.796% dengan ROE 0,97%, dan saham POLU naik sebesar 2.427% dengan ROE 6,06%. Saham RISE dan ABMM juga menunjukkan pola yang serupa, dengan kenaikan masing-masing sebesar 2.033% dan 256% di tengah ROE yang hanya berkisar 6-7%. Tingkat profitabilitas yang rendah seperti ini tidak sebanding dengan lonjakan harga ratusan hingga ribuan persen yang terjadi di bursa selama periode yang diobservasi.

Ketimpangan tersebut semakin diperkuat oleh rasio *price-to-book value* (PBV) yang pada beberapa emiten mencapai level sangat ekstrem. PBV mencerminkan sejauh mana pasar menilai suatu saham relatif terhadap nilai buku ekuitasnya, dan sering dikaitkan dengan ekspektasi pertumbuhan perusahaan (Bodie et al., 2022). Perusahaan dengan PBV yang jauh melampaui angka wajar umumnya dianggap *overvalued* atau dinilai terlalu tinggi (Damodaran, 2025). Saham DAAZ tercatat memiliki PBV sebesar 1.760,32 dan ABMM sebesar 2.780, jauh melampaui rentang valuasi yang umumnya dianggap wajar. Bahkan emiten non-LQ45 lain yang memiliki PBV relatif lebih rendah seperti BUVA (23,51) dan RISE (45,87) tetap tergolong tinggi.

Sebagai perbandingan, sejumlah saham non-LQ45 lainnya per-Desember 2025, memiliki PBV yang jauh lebih rendah, seperti RAJA (7,62), DEWA (5,57), dan BUMI (5,21), sehingga saham-saham pada Tabel 1.1 tetap menyimpang bahkan

di dalam kelasnya sendiri. Ketimpangan ini menjadi semakin nyata ketika dibandingkan dengan saham LQ45 yang valuasinya relatif stabil, seperti BBCA (3,60), BBRI (1,67) atau ANTM (2,24). Tingginya PBV ini mengindikasikan bahwa investor membayar harga berkali-kali lipat di atas nilai buku ekuitas emiten, suatu kondisi yang sulit dijelaskan oleh ekspektasi pertumbuhan fundamental yang rasional dan lebih mengarah pada adanya faktor non-fundamental dalam pembentukan harga.

Ketimpangan antara harga pasar dan nilai wajar suatu saham menciptakan volatilitas yang lebih tinggi dan meningkatkan risiko koreksi yang dalam bagi investor. Fenomena inilah yang mendorong penelitian ini untuk menguji secara empiris apakah faktor-faktor non-fundamental, memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Penyimpangan antara nilai wajar dan *return* yang terbentuk dari peningkatan harga pasar, memerlukan sebuah kerangka teoretis yang dapat menjelaskan bagaimana *return* saham terbentuk.

Secara teoritis, teori utama yang dapat menjelaskan tentang *return* saham di pasar modal adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Model ini pertama kali dikemukakan oleh Sharpe (1964), dan bertujuan untuk menentukan *return* yang diharapkan atas suatu investasi berdasarkan tingkat risiko yang dihadapi. Risiko dalam investasi terdiri dari risiko tidak sistematis, yang dapat diminimalisir dengan melakukan diversifikasi, dan risiko sistematis yang tidak dapat dihindari. Dalam CAPM, risiko sistematis ini diukur menggunakan beta, yaitu sensitivitas pergerakan harga saham tertentu terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan. Berdasarkan CAPM, semakin tinggi beta suatu saham, maka semakin tinggi juga *return* yang diharapkan oleh investor, karena hal tersebut menunjukkan tingginya risiko yang harus ditanggung apabila investor memilih untuk menempatkan dananya pada saham tersebut. Karena risiko non-sistematis dianggap dapat untuk diminimalisir melalui diversifikasi, hal tersebut tidak diperhitungkan dalam CAPM.

Dalam lima tahun terakhir, sejumlah penelitian mulai mengkaji kembali efektivitas CAPM dalam menjelaskan *return* saham. Chahuán-Jiménez et al. (2025), dalam penelitiannya pada saham indeks S&P 500 periode 2020-2024, menemukan bahwa CAPM kurang mampu menjelaskan *return* saham hanya

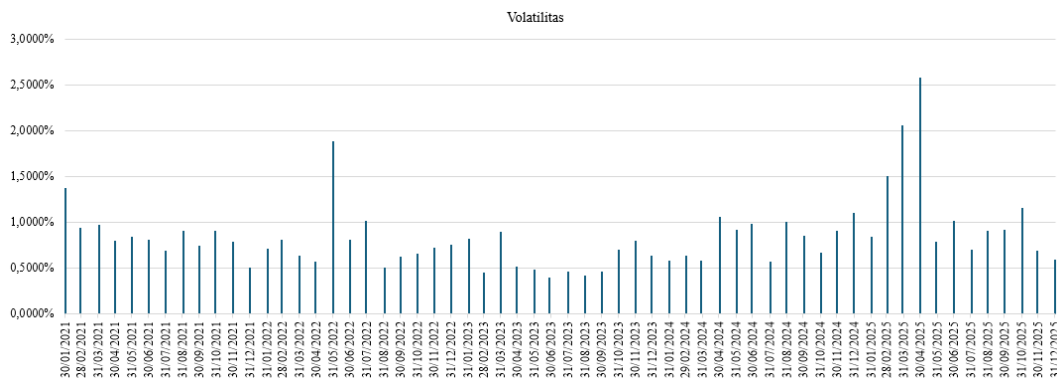
berdasarkan pertimbangan risiko sistematis. Temuan serupa dihasilkan oleh Shah et al. (2021) di bursa efek Pakistan periode 2006-2018, yang menunjukkan bahwa beta hanya memberikan bukti yang lemah dalam menjelaskan return yang diharapkan. Temuan ini mengisyaratkan perlunya pengembangan CAPM yang mampu mengakomodasi sifat beta yang berubah seiring waktu. Respons terhadap kebutuhan tersebut mulai tampak dalam sejumlah penelitian yang mengembangkan pendekatan beta dinamis

Uddin et al. (2023), dalam penelitiannya di bursa efek Pakistan periode 2016-2022, menunjukkan bahwa penguraian beta CAPM menjadi komponen jangka panjang dan jangka pendek secara signifikan meningkatkan akurasi prediksi *return*, khususnya di pasar negara berkembang yang dinamika harga sahamnya sangat dipengaruhi oleh perubahan informasi dan kondisi makroekonomi. Beyaztas et al. (2025), dalam penelitiannya atas 488 saham indeks S&P 500 selama tahun 2021, menemukan bahwa beta CAPM kondisional yang bersifat dinamis, secara konsisten menghasilkan prediksi *return* yang lebih akurat dibandingkan CAPM konvensional dengan beta statis. Keunggulan pendekatan kondisional ini lebih terasa pada saham-saham yang kurang efisien dan rendah transparansi, yaitu saham dengan illikuiditas tinggi, *volume turnover* rendah, dan *bid-ask spread* yang lebar, kondisi yang hampir serupa dengan saham non-LQ45 di BEI.

Temuan dari Beyaztas et al. (2025) juga membuka implikasi langsung terhadap volatilitas saham sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi *return* saham. Dalam CAPM konvensional, saham dengan risiko lebih tinggi seharusnya menghasilkan return yang lebih tinggi sebagai kompensasi. Namun, sejumlah bukti empiris justru menunjukkan pola sebaliknya. Saraf dan Kayal (2023) menemukan bahwa pada saham indeks NIFTY500 di India selama periode 2010–2020, saham dengan volatilitas rendah secara konsisten menghasilkan return lebih tinggi dibandingkan saham dengan volatilitas tinggi.

Pola serupa ditemukan oleh Çam et al. (2024) yang menganalisis 202 saham di Bursa Istanbul, Turki selama periode 2010–2023, di mana peningkatan volatilitas pasar secara konsisten berkaitan dengan penurunan return saham individu. Kedua penelitian tersebut dilakukan di pasar berkembang, sehingga menjadikannya perbandingan yang relevan bagi dinamika saham non-LQ45 di BEI. Kondisi ini

mengindikasikan bahwa CAPM konvensional tidak cukup memadai untuk menjelaskan pembentukan *return* saham secara empiris, khususnya di pasar berkembang, dan menempatkan volatilitas saham sebagai faktor non-fundamental yang perlu diuji pengaruhnya dalam konteks penelitian ini.



Gambar 1.3 Volatilitas bulanan IHSG selama periode 2021-2025.

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2025), diolah.

Dalam konteks BEI, volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode 2021-2025 menunjukkan pola yang tidak stabil dengan kisaran antara 0,4% hingga 2,6% per-bulan. Lonjakan tertinggi terjadi pada bulan April 2025 yang didorong oleh sentimen pasar terkait kebijakan pemerintah Amerika Serikat yang dianggap berdampak negatif terhadap Indonesia. Pada puncaknya, di tanggal 8 April 2025, penurunan IHSG mencapai 9 persen dan 672 emiten ditutup melemah pada hari tersebut. Hal ini menunjukkan besarnya pengaruh faktor non-fundamental terhadap pembentukan *return* saham di Indonesia.

Fenomena tersebut menunjukkan keterbatasan CAPM dalam memprediksi *return* saham hanya berdasarkan risiko sistematis. Untuk mengatasi keterbatasan CAPM dalam menjelaskan variasi *return* secara empiris, Fama dan French (1993) mengembangkan *three-factor model* yang menambahkan dua faktor lainnya di luar beta. Faktor yang pertama adalah *Small Minus Big* (SMB), yang mencerminkan selisih *return* antara saham perusahaan berukuran kecil dan perusahaan berukuran besar. Faktor yang kedua adalah *High Minus Low* (HML), yang mencerminkan selisih *return* antara saham dengan rasio *book-to-market* yang tinggi dan yang rendah. Kedua faktor ini ditemukan dapat menangkap variasi *return* saham yang tidak dapat dijelaskan sepenuhnya oleh beta CAPM semata.

Relevansi model ini telah diuji di pasar, melalui penelitian yang dilakukan oleh Shah et al. (2021), Akhtar et al. (2022), dan Chahuán-Jiménez et al. (2025). Shah et al. (2021) menguji model ini pada bursa efek Pakistan pada periode 2006-2018 dan menemukan bahwa faktor SMB berpengaruh signifikan pada 16 dari 25 portofolio, sementara HML berpengaruh signifikan pada 19 dari 25 portofolio. Dibandingkan CAPM, *three-factor model* menghasilkan rata-rata R^2 yang lebih tinggi dan nilai GRS *F-test* yang tidak signifikan, mengindikasikan bahwa model ini lebih mampu menangkap variasi *return* saham yang tidak dapat dijelaskan oleh faktor pasar semata.

Selain diuji langsung terhadap CAPM, kekuatan penjelas *three-factor model* juga diuji terhadap model penjelas alternatif. Akhtar et al. (2022) melakukan pengujian tersebut pada data *return* saham India periode Juli 1993 hingga Juni 2018, membandingkan *three-factor model* dengan Daniel-Titman *Characteristics Model* yang berargumen bahwa variasi *return* lebih baik dijelaskan oleh karakteristik perusahaan, seperti ukuran dan rasio *book-to-market*, ketimbang oleh loading pada faktor risiko itu sendiri. Hasilnya, premi ukuran perusahaan (SMB) tercatat sebagai yang terkuat, diikuti oleh premi *book-to-market* (HML). Pada pengujian *time-series* 12 portofolio yang berbasis ukuran dan rasio *book-to-market*, *three-factor model* menghasilkan *adjusted R²* antara 0,716 hingga 0,842, dengan uji GRS tidak signifikan (0,3160) yang mengonfirmasi validitasnya, menegaskan keunggulan faktor risiko dibandingkan penjelasan berbasis karakteristik perusahaan semata.

Chahuán-Jiménez et al. (2025) semakin memperkuat posisi *three-factor model* melalui pengujian empiris pada saham dengan transaksi tertinggi di indeks S&P 500 Amerika Serikat, menggunakan data harian periode 2020–2024. Penelitiannya menemukan bahwa *three-factor model* secara konsisten menghasilkan *adjusted R²* yang lebih tinggi dibandingkan CAPM di seluruh portofolio yang diuji. Temuan ini menegaskan bahwa penambahan faktor ukuran dan nilai perusahaan ke dalam model secara nyata meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi *return* saham.

Di antara kedua faktor tambahan tersebut, faktor ukuran perusahaan yang direpresentasikan oleh SMB menjadi salah satu variabel yang memberikan

pengaruh signifikan terhadap *return* saham di pasar. Pasaribu dan Nugroho (2023), menggunakan ukuran sebagai salah satu variabel dalam penelitiannya atas 46 saham yang tercatat di BEI selama periode 2018-2021 dan menemukan pengaruh yang positif terhadap *return* saham. Diantimala et al. (2021), dalam penelitiannya atas 1.638 perusahaan yang tercatat di BEI pada periode 2012-2018, menemukan bahwa ukuran perusahaan berfungsi sebagai variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel keuangan dan nilai perusahaan, bergantung pada skala kapitalisasi perusahaan yang bersangkutan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pengaruh suatu faktor terhadap kinerja pasar saham tidak bersifat seragam, melainkan bersifat kondisional terhadap ukuran perusahaan. Dalam konteks saham non-LQ45 dengan rentang kapitalisasi pasar yang heterogen, kondisi ini menjadi relevan. Ukuran perusahaan berpotensi mengontrol intensitas pengaruh faktor-faktor non-fundamental terhadap *return* saham non-LQ45.

Keberadaan faktor-faktor non fundamental sebagai penjelas *return* mengasumsikan bahwa harga saham tidak sepenuhnya mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Fenomena kenaikan harga saham non-LQ45 lebih dari 100 persen selama periode 2021-2025 tanpa dukungan fundamental yang memadai, sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1.1, memperkuat asumsi tersebut secara empiris. Beranjak dari informasi tersebut, diperlukan kajian mengenai tingkat efisiensi pasar modal Indonesia sebagai landasan yang secara teori dijelaskan lewat *Efficient Market Hypothesis* (EMH).

EMH pertama kali dikemukakan oleh Fama (1970), yang menyatakan bahwa harga pasar telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia dalam suatu periode. Fama (1970) membagi EMH ke dalam tiga bentuk berdasarkan cakupan ketersediaan informasi yang tercermin dalam harga: *weak-form efficiency*, di mana harga mencerminkan seluruh informasi historis harga dan volume perdagangan; *semi-strong form efficiency*, di mana harga mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara publik termasuk laporan keuangan dan pengumuman perusahaan; dan *strong-form efficiency*, di mana harga mencerminkan seluruh informasi termasuk informasi privat yang hanya dimiliki oleh pihak tertentu. Semakin kuat bentuk efisiensi yang berlaku di suatu pasar, maka akan semakin kecil pula peluang

bagi pelaku pasar untuk memperoleh return *abnormal* yang bertentangan dengan prinsip efisiensi pasar.

Posisi BEI dalam kerangka EMH masih menimbulkan perbedaan temuan berdasarkan kajian empiris. Penelitian oleh Faisal et al. (2022) dan Budiarmo dan Pontoh (2022 dan 2023) dilaksanakan untuk mengkaji bentuk efisiensi pasar di BEI. Faisal et al. (2022), menemukan adanya efisiensi dalam bentuk lemah (*weak-form efficiency*) pada harga penutupan harian IHSG untuk periode 2011-2021, baik sebelum maupun selama periode pandemi COVID-19. Sementara itu, Budiarmo dan Pontoh (2022), memperoleh hasil yang berbeda berdasarkan penelitian mereka atas 755 emiten BEI sepanjang semester pertama 2022. Mereka menemukan bahwa pergerakan *expected return* saham tidak bersifat acak, sehingga bertentangan dengan efisiensi pasar dan menolak keberadaan *weak-form efficiency* di BEI. Pontoh dan Budiarmo (2023), berdasarkan penelitiannya atas 766 emiten BEI sepanjang 2022-2023, menemukan bahwa efisiensi pasar di BEI bersifat kondisional, dimana aset berisiko rendah tetap menunjukkan pola *return* yang bisa diprediksi, sementara aset yang berisiko tinggi menunjukkan pola *return* yang bersifat acak.

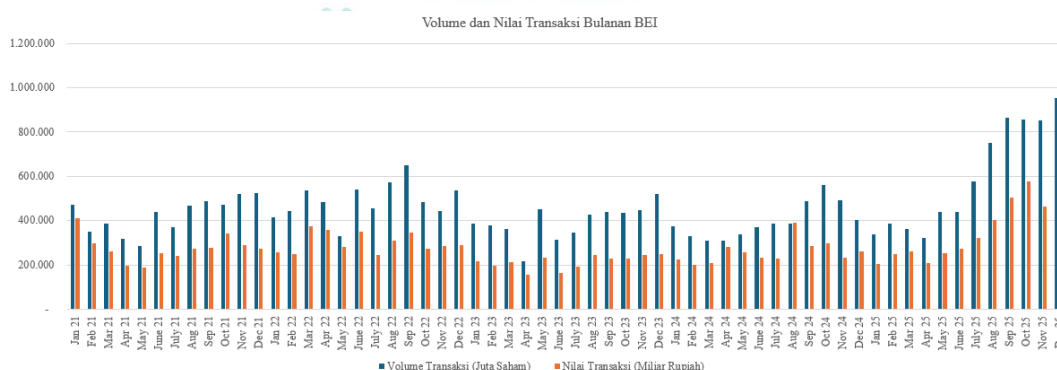
Secara umum, dapat disimpulkan bahwa BEI paling tepat diposisikan sebagai pasar yang berada di ambang *weak-form efficiency* dengan tingkat efisiensi yang berfluktuasi. Berdasarkan susunan hirarki efisiensi pasar yang dibentuk oleh Fama (1970), hal tersebut menjadi implikasi bahwa efisiensi pasar di tingkat lebih tinggi belum tercapai. Salah satu faktor yang menyebabkan ketidaksesuaian antara kondisi pasar modal Indonesia dengan teori EMH adalah adanya asimetri informasi.

Asimetri informasi merupakan sebuah teori yang dikemukakan oleh Akerlof (1970) yang bertujuan untuk menjelaskan ketidakmampuan pembeli untuk membedakan barang yang berkualitas tinggi dan rendah di pasar. Hal ini dikarenakan keterbatasan kemampuan pembeli untuk memperoleh informasi yang dibutuhkan untuk membuat keputusan. Tan et al. (2024) berdasarkan tinjauan atas 100 penelitian terkait pasar modal China, menemukan bahwa investor institusional dan investor ritel besar cenderung lebih mampu memahami informasi yang relevan dan memprediksi pergerakan harga saham dengan lebih akurat. Sebaliknya, investor ritel kecil lebih rentan terhadap bias perilaku dan keterbatasan literasi

keuangan mereka, sehingga keputusan investasi yang mereka ambil lebih sering menyimpang dari arah pergerakan harga.

Pola serupa juga ditemukan dalam konteks BEI. Yulianto et al. (2023), berdasarkan penelitiannya atas saham yang tercatat di BEI selama periode 2008-2019 menemukan bahwa asimetri informasi ini juga menyebabkan nilai intrinsik aset tidak tercerminkan secara akurat dalam harga pasar. Ketimpangan informasi ini menciptakan celah dimana keputusan investasi tidak sepenuhnya didukung oleh informasi yang fundamental, melainkan juga oleh persepsi atau ekspektasi. Persepsi atau ekspektasi subjektif ini dikenal sebagai sentimen investor.

Penelitian terkait sentimen investor telah dilakukan oleh Bouteska dan Mili (2021), Moodley et al. (2025), dan Zainul et al. (2025) untuk mengkaji pengaruhnya sentimen investor terhadap *return* saham di berbagai konteks pasar. Bouteska dan Mili (2021), berdasarkan penelitiannya atas pasar modal Amerika Serikat periode 2010-2017, menemukan bahwa pengaruh sentimen cenderung menguat dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi, yang mengindikasikan bahwa investor lebih mengandalkan persepsi subjektif ketika informasi fundamental tidak memadai. Hasil temuan ini diperkuat oleh Moodley et al. (2025) yang menunjukkan bahwa sentimen investor bersifat dinamis. Pada pasar modal Afrika Selatan periode 2007-2024, sentimen berpengaruh positif terhadap return di kondisi *bull market* dan berbalik negatif di kondisi *bear market*. Dalam konteks BEI, Zainul et al. (2025) berdasarkan penelitiannya atas saham-saham yang tercatat di BEI periode 2013-2023 menemukan bahwa sentimen investor berperan memperkuat hubungan antara profitabilitas dan keputusan investasi, sekaligus menyimpulkan bahwa tingkat sentimen investor memiliki bobot yang setara dengan kondisi keuangan fundamental sebagai pertimbangan bagi investor maupun manajer investasi.



Gambar 1.4 Volume dan nilai transaksi bulanan BEI pada periode 2021-2025.

Sumber: Badan Pusat Statistik Indonesia (2026), diolah.

Asimetri informasi menciptakan lingkungan dimana sentimen investor mudah terbentuk dan mempengaruhi pasar. Di saat yang sama, ketidakpastian informasi ini juga membuat sejumlah investor merasa enggan untuk bertransaksi untuk menghindari potensi kerugian. Hal ini menciptakan illikuiditas atau kondisi likuiditas yang rendah. Kondisi ini terjadi ketika suatu aset tidak dapat diperdagangkan atau dikonversi menjadi uang tunai dengan cepat. Hal ini diilustrasikan oleh volume dan nilai transaksi BEI pada periode 2021-2025 dalam Gambar 1.4. Semakin rendah volume dan nilai transaksi pada suatu periode, hal itu berarti likuiditas pasar pada periode tersebut sedang mengalami penurunan.

Widianingsih & Setiawan (2022) menemukan bahwa illikuiditas berkorelasi positif dengan asimetri informasi dalam penelitiannya atas 499 saham yang tercatat di BEI pada periode 2017-2019. Budiarmo dan Pontoh (2025), berdasarkan penelitian yang dilakukan atas emiten yang tercatat di BEI pada periode Oktober 2024 - April 2025, menemukan bahwa illikuiditas biasanya terjadi pada perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih kecil dan mereka cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi sebagai kompensasi risiko. Penelitian yang dilakukan oleh Hsieh & Nguyen (2021) menguatkan bahwa saham yang tidak likuid justru menghasilkan *return* bulanan yang lebih tinggi ketimbang saham yang likuid atas penelitiannya untuk saham-saham yang tercatat di NYSE (Amerika Serikat) selama periode 1990-2018. Kondisi ini disebabkan karena tuntutan kompensasi yang lebih tinggi atas risiko likuiditas yang lebih tinggi.

Beranjak dari kajian yang telah disusun, sentimen investor (SENT), illikuiditas (ILLIQ), dan volatilitas (VOLT), telah diidentifikasi sebagai faktor-faktor non fundamental yang memengaruhi *return* saham non-LQ45. Sementara ukuran (SIZE) bertindak sebagai variabel kontrol atas pengaruh ketiga faktor tersebut terhadap *return* saham. Masing-masing faktor tersebut telah dikaji secara parsial. Zainul et al. (2025) mengkaji SENT di BEI selama 2013-2023 tanpa menyertakan ILLIQ dan VOLT. Budiarmo dan Pontoh (2025) mengonfirmasi pengaruh ILLIQ terhadap *return* di BEI namun hanya dalam rentang enam bulan (Oktober 2024 – April 2025) tanpa mengikutsertakan SENT dan VOLT. Sementara

Saraf dan Kayal (2023) dan Çam et al. (2024) menguji VOLT di pasar berkembang tanpa konteks Indonesia dan tanpa keterlibatan SENT maupun ILLIQ dalam modelnya.

Kondisi pasar BEI selama periode 2021-2025 memberikan alasan empiris untuk menguji ketiga faktor ini secara bersamaan. Berdasarkan data BEI, pada periode tersebut terdapat peningkatan partisipasi investor ritel yang didorong oleh kondisi pasar yang *bullish*, dengan porsi transaksi investor ritel mencapai 49,9% dari total transaksi (KSEI, 2025). Dominasi ritel ini berkorelasi langsung dengan illikuiditas pada saham-saham berkapitalisasi kecil, sebagaimana dikonfirmasi Budiarmo dan Pontoh (2025). Peristiwa anomali pasar seperti anjloknya IHSG pada 8 April 2025, juga menunjukkan bahwa faktor-faktor non-fundamental dapat berpengaruh secara ekstrem dan tidak dapat sepenuhnya dijelaskan oleh model berbasis risiko sistematis. Hal ini mendorong peneliti untuk menguji secara empiris pengaruh SENT, ILLIQ, dan VOLT terhadap *return* saham non-LQ45 di BEI periode 2021-2025, dengan SIZE sebagai variabel kontrol.

1.2. Perumusan Masalah

Pasar modal Indonesia dalam beberapa tahun terakhir kerap menunjukkan fenomena lonjakan harga saham yang signifikan namun tidak sejalan dengan kondisi fundamental emiten yang bersangkutan, sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1.1. Fenomena ini mengindikasikan bahwa mekanisme pembentukan harga di pasar tidak sepenuhnya mencerminkan asumsi rasionalitas sebagaimana dikemukakan dalam teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Penelitian terdahulu yang dilaksanakan oleh Faisal et al. (2022) dan Budiarmo dan Pontoh (2022, 2023), menunjukkan bahwa tingkat efisiensi pasar di BEI bersifat kondisional dan berfluktuasi, sehingga penyimpangan harga pasar dari nilai wajar menunjukkan keterbatasan struktural pasar.

Kondisi ini semakin relevan untuk dikaji mengingat terjadinya pergeseran struktural dalam komposisi pelaku pasar modal Indonesia pasca pandemi COVID-19. Berdasarkan data KSEI (2025), porsi transaksi investor ritel mencapai 49,9% dari total transaksi di BEI, menjadikan mereka kelompok dengan aktivitas perdagangan terbesar, meskipun kepemilikan aset tetap didominasi oleh institusi. Asimetri ini menciptakan lingkungan di mana keputusan investasi tidak sepenuhnya

didasarkan pada informasi fundamental, melainkan juga dipengaruhi oleh keterbatasan literasi keuangan dan bias perilaku yang lazim pada investor ritel kecil (Tan et al., 2024). Dalam kondisi tersebut, persepsi kolektif para pelaku pasar berpotensi membentuk dinamika harga yang menyimpang dari nilai wajar berdasarkan informasi fundamental (Yulianto et al., 2023).

Fenomena yang terjadi pada saham non-LQ45 di BEI selama periode 2021-2025 mencerminkan sebuah kondisi di mana ketiga faktor non-fundamental teridentifikasi beroperasi secara bersamaan. Pertama, dominasi transaksi investor ritel yang mencapai 49,9% dari total transaksi (KSEI, 2025) menciptakan kondisi yang kondusif bagi terbentuknya sentimen investor dari persepsi kolektif para pelaku pasar yang mempengaruhi pergerakan harga saham (Bouteska dan Mili, 2021; Moodley et al., 2025). Kedua, illikuiditas yang secara struktural lebih tinggi pada saham berkapitalisasi kecil berkorelasi positif dengan asimetri informasi (Widianingsih dan Setiawan, 2022) dan terbukti menghasilkan *return* abnormal di BEI (Budiarso dan Pontoh, 2025). Ketiga, volatilitas pasar selama periode tersebut menunjukkan adanya kenaikan yang drastis, termasuk penurunan IHSG sebesar 9% pada 8 April 2025 yang tidak bersumber dari perubahan fundamental emiten (BEI, 2025), sebuah pola yang konsisten dengan temuan bahwa peningkatan volatilitas berkorelasi negatif dengan *return* di pasar negara berkembang (Çam et al., 2024; Saraf dan Kayal, 2023). Ketiga faktor ini saling terhubung oleh adanya asimetri informasi yang terjadi di BEI (Yulianto et al., 2023).

Kapitalisasi pasar yang beragam di antara saham non-LQ45 juga mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan berpotensi mengontrol tingkat pengaruh ketiga faktor tersebut terhadap *return* saham (Diantimala et al., 2021; Pasaribu dan Nugroho, 2023). Berdasarkan uraian yang telah disusun, fokus penelitian ini adalah untuk menguji apakah sentimen investor (SENT), illikuiditas (ILLIQ), dan volatilitas saham (VOLT) berpengaruh secara empiris terhadap *return* saham non-LQ45 di BEI selama periode 2021-2025, serta apakah ukuran perusahaan (SIZE) mengontrol pengaruh ketiga faktor tersebut. Kesenjangan empiris yang mendasari penelitian ini adalah bahwa dinamika *return* saham non-LQ45 di BEI selama periode tersebut, yang ditandai oleh dominasi transaksi ritel, illikuiditas pada saham berkapitalisasi kecil, dan lonjakan volatilitas yang tidak

bersumber dari perubahan fundamental, tidak dapat sepenuhnya dijelaskan melalui kerangka risiko sistematis dalam CAPM (Chahuán-Jiménez et al., 2025; Beyaztas et al., 2025), sehingga memerlukan pengujian empiris atas peran SENT, ILLIQ, dan VOLT secara terintegrasi.

1.3. Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah yang telah diuraikan, pertanyaan spesifik untuk penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- 1.3.1. Apakah sentimen investor berpengaruh terhadap *return* saham pada saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia?
- 1.3.2. Apakah illikuiditas berpengaruh terhadap *return* saham pada saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia?
- 1.3.3. Apakah volatilitas saham berpengaruh terhadap *return* saham pada saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia?
- 1.3.4. Apakah sentimen investor, illikuiditas, dan volatilitas saham secara simultan berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia, setelah dikontrol dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol?

1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian yang telah diuraikan, tujuan dilaksanakannya penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1.4.1. Menganalisis pengaruh sentimen investor terhadap *return* saham pada saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia.
- 1.4.2. Menganalisis pengaruh illikuiditas terhadap *return* saham pada saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia.
- 1.4.3. Menganalisis pengaruh volatilitas saham terhadap *return* saham pada saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia.
- 1.4.4. Menganalisis pengaruh secara simultan dari sentimen investor, illikuiditas, dan volatilitas saham terhadap *return* saham non-LQ45 di Bursa Efek Indonesia, setelah dikontrol dengan ukuran perusahaan.

1.5. Manfaat Penelitian

Secara umum manfaat dari penelitian ini dapat dibagi menjadi dua bagian, yakni manfaat teoritis dan manfaat praktis. Manfaat teoritis berupa kontribusi

penelitian ini terhadap pengembangan teori yang relevan, sementara manfaat praktis adalah hasil penelitian yang dapat digunakan secara langsung untuk memberikan solusi terkait masalah yang telah diuraikan. Berikut adalah penjelasannya:

1.5.1. Manfaat teoritis

- a. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh informasi non-fundamental terhadap *return* saham pada pasar modal Indonesia.
- b. Menambah literatur yang mengkaji pengaruh faktor non-fundamental terhadap pergerakan harga saham yang berada di luar indeks LQ45.
- c. Memberikan kajian tambahan terhadap relevansi CAPM dan EMH dalam konteks pasar modal Indonesia yang transaksinya didominasi oleh investor ritel.

1.5.2. Manfaat praktis

a. Bagi investor

1. Memberikan pemahaman tentang peran dari informasi non-fundamental terhadap *return* saham.
2. Membantu dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal Indonesia, khususnya terkait *overreaction* atas suatu saham danantisipasi koreksi harga atas saham tersebut.

b. Bagi regulator

1. Memberikan pemahaman mengenai dinamika perilaku investor ritel dan dampak dari pengambilan keputusan investasi mereka terhadap terbentuknya harga saham di pasar modal Indonesia.
2. Sebagai bahan pertimbangan bagi regulator dalam menyusun kebijakan untuk menjaga stabilitas dan meningkatkan efisiensi pasar.

c. Bagi akademisi

1. Menjadi dasar pengembangan untuk penelitian berikutnya terkait pengaruh informasi non-fundamental terhadap *return* saham.
2. Sebagai bahan referensi untuk penelitian berikutnya tentang pengukuran sentimen investor di pasar modal Indonesia.