

# **PENGARUH INVESTOR SENTIMENT, RELATIVE STRENGTH INDEX, ANALYST RECOMMENDATION, DAN NET FOREIGN FLOW TERHADAP RETURN SAHAM**

**(Studi Pada Perusahaan yang Masuk Dalam Indeks LQ45 Periode 2020-2024)**

**Haliza Yolanda Yustanti**

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro  
[halizayolanda9@gmail.com](mailto:halizayolanda9@gmail.com)

**Erman Denny Arfinto**

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro  
[dearerman@lecturer.undip.ac.id](mailto:dearerman@lecturer.undip.ac.id)

## **ABSTRACT**

*The Indonesian capital market is increasingly characterized by the dominance of retail investors and the growing influence of investor behavior in stock price formation. However, prior studies have largely emphasized fundamental factors, while behavioral and market-dynamic factors remain less comprehensively examined. This study analyzes stock return formation of companies included in the Indeks LQ45 during 2020–2024 from a behavioral finance perspective.*

*This study employs a quantitative approach using secondary panel data of companies listed in the LQ45 Index with quarterly observations from 2020 to 2024. The research sample consists of 37 companies that meet the data completeness criteria. Panel data regression with a fixed effect model is applied as the main analytical method using STATA software to obtain statistically consistent and robust estimation results.*

*The results indicate that investor sentiment, the Relative Strength Index, and analyst recommendations have a positive and significant effect on stock returns. In contrast, Net Foreign Flow does not have a significant effect on stock returns, suggesting that foreign investor capital flows tend to be passive and do not play a major role in driving stock price movements. Overall, the findings confirm that stock return formation in the Indonesian capital market is more strongly influenced by internal market factors and investor behavior than by foreign capital flows.*

**Keywords:** *Behavioral finance, investor sentiment, relative strength index, analyst recommendation, net foreign flow, stock return*

## **PENDAHULUAN**

Pasar modal memiliki peran strategis dalam perekonomian sebagai sarana intermediasi keuangan yang mengalokasikan dana masyarakat ke sektor produktif jangka panjang. Dalam kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH), harga saham diasumsikan telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia sebagaimana dikemukakan oleh Eugene F. Fama (1970). Namun, berbagai temuan empiris menunjukkan bahwa efisiensi pasar tidak selalu berlaku sempurna, khususnya di pasar berkembang yang cenderung lebih rentan terhadap asimetri informasi dan perilaku investor non-rasional. Perspektif *behavioral finance* yang dipopulerkan oleh Robert J. Shiller menegaskan bahwa faktor

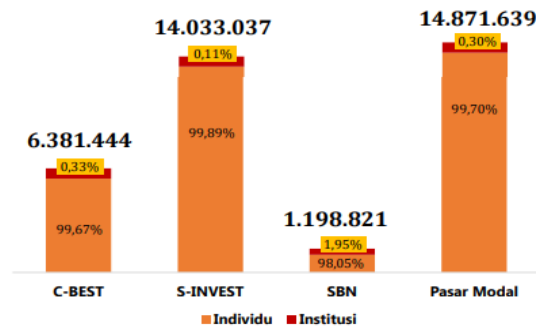
psikologis, sentimen, dan ekspektasi kolektif investor turut berperan dalam pembentukan harga saham.

**Gambar 1**  
**Grafik Jumlah Investor Pasar Modal Indonesia Tahun 2017-2024**



Sumber: *ksei.co.id*

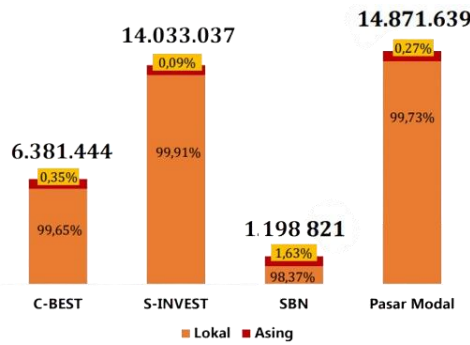
**Gambar 2**  
**Grafik Komposisi Investor Individu vs Institusi Tahun 2024**



Sumber: *ksei.co.id*

Konteks pasar modal Indonesia memperlihatkan karakteristik yang semakin relevan dengan pendekatan *behavioral finance*. Berdasarkan data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), jumlah investor pasar modal meningkat signifikan dari 1,12 juta pada tahun 2017 menjadi 14,87 juta pada tahun 2024, dengan komposisi 99,7% merupakan investor individu dan hanya 0,3% institusi. Dominasi investor ritel ini menunjukkan bahwa dinamika pasar sangat dipengaruhi oleh keputusan individu yang cenderung lebih reaktif terhadap sentimen jangka pendek dibandingkan investor institusional.

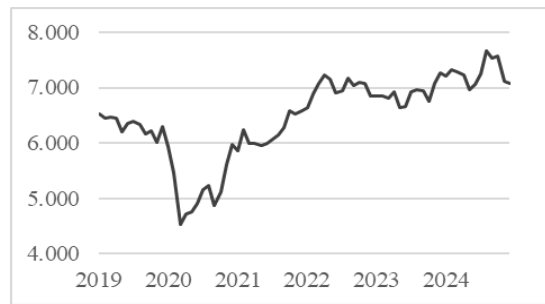
**Gambar 3**  
**Grafik Komposisi Investor Asing vs Domestik Tahun 2024**



Sumber: ksei.co.id

Dari sisi aktivitas perdagangan, data Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan bahwa sekitar tiga perempat nilai transaksi saham tahun 2024 berasal dari investor domestik, dengan rata-rata nilai transaksi harian berada pada kisaran Rp12–13 triliun. Struktur pasar yang didominasi investor domestik dan ritel tersebut memperkuat dugaan bahwa pembentukan *return* saham tidak sepenuhnya didorong oleh faktor fundamental, melainkan juga oleh persepsi kolektif dan dinamika sentimen.

**Gambar 4**  
**Grafik Pergerakan IHSG Tahun 2019-2024**



Sumber: Bloomberg

Fluktuasi pasar selama periode pandemi COVID-19 semakin menegaskan pentingnya faktor non-fundamental dalam pembentukan harga saham. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sempat mengalami penurunan tajam dari kisaran 6.300 pada awal 2020 hingga di bawah 4.000 pada Maret 2020 sebelum kembali pulih dan menembus level 7.000 pada tahun 2022. Pergerakan tersebut mencerminkan bagaimana kepanikan, ketidakpastian global, serta perubahan ekspektasi risiko dapat memicu volatilitas *return* yang signifikan. Dalam fase pemulihan pascapandemi, saham-saham unggulan yang tergabung dalam indeks LQ45 menjadi fokus utama investor, sehingga mekanisme pembentukan *return* pada kelompok saham ini menjadi semakin relevan untuk dikaji.

*Investor sentiment* merepresentasikan persepsi kolektif investor terhadap kondisi pasar yang dapat mendorong mispricing dan memengaruhi *return* saham, terutama pada pasar yang didominasi investor individu. Dalam periode volatilitas tinggi seperti pascapandemi, perubahan sentimen berpotensi mempercepat pembentukan harga dan memicu fluktuasi *return*. Temuan empiris menunjukkan bahwa sentimen memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham, khususnya dalam jangka pendek (Baker & Wurgler, 2006).

*Relative Strength Index* digunakan sebagai indikator teknikal untuk menangkap momentum serta kondisi *overbought* dan *oversold* yang sering menjadi dasar keputusan *trading* jangka pendek. Strategi momentum menyatakan bahwa saham dengan kinerja historis yang baik cenderung mempertahankan kinerjanya pada periode berikutnya,

meskipun dalam praktiknya sinyal teknikal tidak selalu konsisten dengan realisasi *return* aktual. Bukti empiris di Indonesia menunjukkan bahwa RSI berpengaruh terhadap *return*, khususnya pada horizon jangka pendek (Rustam et al., 2019). Oleh karena itu, pengujian kembali RSI dalam konteks LQ45 periode 2020–2024 menjadi relevan.

*Analyst recommendation* berfungsi sebagai sinyal informasi yang dapat mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Dalam pasar yang didominasi investor ritel, rekomendasi analis berpotensi memiliki pengaruh yang lebih kuat karena dijadikan referensi dalam pengambilan keputusan investasi. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa rekomendasi analis berpengaruh signifikan terhadap *return* saham (Berkman & Yang, 2016).

*Net Foreign Flow* mencerminkan arus dana investor asing yang sering dikaitkan dengan sentimen global dan perubahan persepsi risiko terhadap pasar berkembang. Arus dana asing berpotensi memengaruhi tekanan beli dan jual di pasar domestik, meskipun pengaruhnya dapat bervariasi tergantung pada struktur kepemilikan pasar. Beberapa penelitian menemukan bahwa aliran dana asing memiliki pengaruh terhadap *return* saham di pasar berkembang (Anggitawati & Ekaputra, 2018).

Berbagai penelitian terdahulu menunjukkan bahwa faktor non-fundamental seperti *investor sentiment*, *Relative Strength Index*, *analyst recommendation*, dan *Net Foreign Flow* berpotensi memengaruhi *return* saham, namun temuan empirisnya masih beragam dan inkonsisten, serta umumnya diuji secara terpisah. Keterbatasan tersebut menunjukkan masih terbatasnya penelitian yang mengintegrasikan keempat variabel tersebut secara simultan, khususnya pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 dan dalam konteks pascapandemi ketika struktur pasar semakin didominasi investor ritel. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoretis dalam pengembangan literatur *behavioral finance* pada pasar berkembang dan implikasi praktis bagi investor maupun regulator dalam memahami dinamika pembentukan *return* saham di Indonesia.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Pengaruh *Investor Sentiment* terhadap *Return* Saham

*Investor sentiment* mencerminkan persepsi dan ekspektasi kolektif investor terhadap kondisi pasar yang tidak selalu didasarkan pada informasi fundamental. Dalam perspektif *behavioral finance*, sentimen dapat mendorong terjadinya *overreaction* maupun *underreaction* sehingga menyebabkan harga saham menyimpang dari nilai intrinsiknya. Pada pasar yang didominasi investor ritel seperti Indonesia, perubahan sentimen berpotensi mempercepat pembentukan harga dan memengaruhi *return* saham, terutama dalam periode volatilitas tinggi seperti pascapandemi.

Penelitian Baker dan Wurgler (2006) menunjukkan bahwa tingkat sentimen yang tinggi berpengaruh terhadap *return* saham melalui mekanisme *mispricing*. Dalam konteks pasar berkembang, pengaruh sentimen juga ditemukan signifikan terhadap pergerakan *return* jangka pendek.

**H1: *Investor Sentiment* berpengaruh positif terhadap *return* saham.**

### Pengaruh *Relative Strength Index* terhadap *Return* Saham

*Relative Strength Index* merupakan indikator teknikal yang digunakan untuk mengukur kekuatan momentum harga serta mengidentifikasi kondisi *overbought* dan *oversold*. RSI banyak digunakan oleh investor jangka pendek untuk menentukan *timing* pembelian dan penjualan saham. Ketika nilai RSI menunjukkan tren penguatan, investor cenderung merespons dengan meningkatkan aktivitas beli yang dapat mendorong kenaikan *return* saham.

Strategi momentum yang diperkenalkan oleh Narayan Jegadeesh dan Sheridan Titman (1993) menyatakan bahwa saham dengan kinerja historis yang baik cenderung

melanjutkan tren positifnya pada periode berikutnya. Oleh karena itu, indikator momentum seperti RSI berpotensi memiliki hubungan positif dengan *return* saham.

**H2: *Relative Strength Index* berpengaruh positif terhadap *return* saham.**

### **Pengaruh *Analyst Recommendation* terhadap *Return Saham***

*Analyst recommendation* merupakan rekomendasi yang diberikan oleh analis atau perusahaan sekuritas kepada investor mengenai keputusan *buy*, *hold*, atau *sell* atas suatu saham. Rekomendasi ini didasarkan pada analisis fundamental dan prospek perusahaan sehingga berfungsi sebagai sinyal informasi yang dapat mengurangi asimetri informasi di pasar. Dalam pasar yang didominasi investor individu, rekomendasi analis sering dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan investasi dan berpotensi memengaruhi pergerakan harga saham.

Penelitian Berkman dan Yang (2016) menunjukkan bahwa *analyst recommendation* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

**H3: *Analyst Recommendation* berpengaruh positif terhadap *return* saham.**

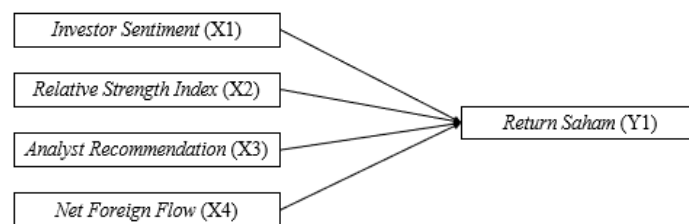
### **Pengaruh *Net Foreign Flow* terhadap *Return Saham***

*Net Foreign Flow* mencerminkan selisih antara pembelian dan penjualan saham oleh investor asing di pasar domestik. Arus dana asing sering dikaitkan dengan sentimen global dan perubahan persepsi risiko terhadap pasar berkembang. Peningkatan aliran dana asing berpotensi meningkatkan permintaan saham sehingga mendorong kenaikan harga dan *return* saham, sedangkan arus keluar dana dapat memberikan tekanan penurunan harga.

Penelitian Anggitawati dan Ekaputra (2018) menunjukkan bahwa aliran dana asing berpengaruh signifikan terhadap *return* saham di Indonesia. Dengan demikian, *Net Foreign Flow* diperkirakan memiliki hubungan positif dengan *return* saham.

**H4: *Net Foreign Flow* berpengaruh positif terhadap *return* saham.**

**Gambar**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**



Sumber: Baker (2006), Wilder (1978), Jegadeesh et al. (2004), Subagyo et al. (2024).

## **METODE PENELITIAN**

### **Variabel Penelitian**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* saham, sedangkan variabel independen yang digunakan meliputi *investor sentiment*, *Relative Strength Index*, *analyst recommendation*, dan *Net Foreign Flow*.

### ***Return Saham***

*Return* saham merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh investor atas investasi saham dalam periode tertentu. *Return* dalam penelitian ini dihitung menggunakan *return* logaritmik sebagai berikut:

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

**Investor Sentiment**

*Investor sentiment* mencerminkan tingkat optimisme atau pesimisme investor terhadap kondisi pasar. *Investor sentiment* diproksikan menggunakan *Trading Volume Activity* (TVA) yang mencerminkan intensitas partisipasi investor dalam perdagangan saham (Firdaus, 2021).

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Jumlah Saham yang Diperdagangkan}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

**Relative Strength Index**

*Relative Strength Index* merupakan indikator teknikal yang mengukur kekuatan momentum harga saham dengan rentang nilai 0–100 dan digunakan untuk mengidentifikasi kondisi *overbought* dan *oversold* (Wilder, 1978). Perhitungan RSI dilakukan dengan rumus:

$$RSI_t = 100 - \frac{100}{1 + RS_t}$$

Nilai RSI > 70 menunjukkan *overbought*, sedangkan RSI < 30 menunjukkan *oversold*.

**Analyst Recommendation**

*Analyst recommendation* merupakan rekomendasi analis terhadap saham perusahaan. *Analyst recommendation* diproksikan menggunakan perubahan konsensus rekomendasi analis ( $\Delta ANR$ ), karena perubahan lebih mencerminkan dinamika sentimen analis dibanding level statis (Jegadeesh et al., 2004).

**Tabel 1**  
**Skor Rekomendasi Analis**

Kelompok	Rekomendasi	Skor
<i>Strong Buy</i>	<i>Strong Buy</i>	1
<i>Buy</i>	<i>Buy, Outperform, Overweight, Add, Accumulate, Trading Buy, Attractive</i>	2
<i>Hold / Netral</i>	<i>Hold, Neutral, Equal Weight, Market Perform, Fair Value, Fully Valued, In-line, UR/NR/NA</i>	3
<i>Sell</i>	<i>Reduce, Underperform, Underweight</i>	4
<i>Strong Sell</i>	<i>Sell, Strong Sell, Avoid, Lighten</i>	5

Sumber: Bloomberg.com

- Konsensus rekomendasi pada saham i periode t

$$\underline{R}_{i,t} = \frac{1}{N_t} \sum_{j=1}^{N_t} R_{j,t}$$

- Perubahan konsensus ( $\Delta ANR$ )

$$\Delta ANR_{i,t} = \underline{R}_{i,t} - \underline{R}_{i,t-1}$$

**Net Foreign Flow**

*Net Foreign Flow* merupakan selisih antara nilai pembelian dan penjualan saham oleh investor asing dalam periode tertentu (Subagyo et al., 2024). Dirumuskan sebagai:

$$NFF = Foreign\ Buy - Foreign\ Sell$$

**Populasi dan Sampel**

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2024. Sampel ditentukan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria kelengkapan data kuartalan 3 tahun berturut-turut semua variabel penelitian.

**Jenis dan Sumber Data**

Penelitian menggunakan data sekunder berbentuk data panel kuartalan periode 2020–2024 yang diperoleh dari *Bloomberg*, Bursa Efek Indonesia, Kustodian Sentral Efek Indonesia, dan *TradingView*.

**Metode Analisis**

Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1TVA + \beta_2RSI + \beta_3\Delta ANR + \beta_4NFF + \sum\beta_kKontrol_k + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

- $R_{i,t}$  = log *return* saham i pada periode t
- $\beta_0$  = *intercept* atau konstanta.
- $\beta_n$  = koefisien regresi.
- $TVA_{i,t}$  = *Trading Volume Activity*, proksi *investor sentiment*.
- $RSI_{i,t}$  = *Relative Strength Index*.
- $\Delta ANR_{i,t}$  = perubahan konsensus *analyst recommendation*.
- $NFF_{i,t}$  = *Net Foreign Flow*, ukuran arus modal asing.
- $\sum\beta_kKontrol_k$  = pengaruh variabel kontrol
- $\varepsilon_{i,t}$  = *error term* atau residual

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini menggunakan objek perusahaan yang tergabung dalam Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. Berdasarkan komposisi Indeks LQ45 tahun 2024 yang ditelusuri secara historis, diperoleh 37 perusahaan yang memenuhi kriteria kelengkapan data kuartalan 3 tahun berturut-turut. Total observasi awal sebanyak 740 data, setelah eliminasi *outlier* diperoleh 618 observasi yang membentuk data panel *strongly balanced*. Data diolah menggunakan STATA 17 dengan pendekatan regresi data panel.

**Tabel 2**  
**Hasil Uji Hipotesis**

RET	Coef.	St.Err.	t	P>  t	[95% Conf	Interval]	Sig
TVA	.311	.081	3.82	.001	.146	.476	***
RSI	.008	.002	4.60	0	.004	.011	***
ANR	.032	.015	2.14	.039	.002	.062	**

NFF	0	0	0.39	.698	0	.001	
SIZE	-.112	.05	-2.24	.032	-.213	-.01	**
BM	-.184	.045	-4.10	0	-.274	-.093	***
Constant	.092	.029	3.23	.003	.034	.15	***
Mean dependent var	0.015		SD dependent var		0.190		
R-squared	0.225		Number of obs		618		
F-test	16.819		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	-470.190		Bayesian crit. (BIC)		-443.631		

\*\*\*  $p < .01$ , \*\*  $p < .05$ , \*  $p < .1$

Sumber: STATA 17, Diolah Tahun 2025

### Uji Statistik F

Hasil uji F menunjukkan nilai *F-statistic* sebesar 16,819 dengan probabilitas 0,000 ( $< 0,05$ ). Hal ini mengindikasikan bahwa seluruh variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dengan demikian, model regresi memiliki kelayakan secara statistik untuk menjelaskan pembentukan *return* saham pada perusahaan LQ45 periode 2020–2024.

### Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Berdasarkan hasil regresi *fixed effect* dengan *robust standard errors*, diperoleh nilai *R-squared* sebesar 0,225. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 22,5% variasi *return* saham (RET) dapat dijelaskan oleh variabel *investor sentiment* (TVA), *Relative Strength Index* (RSI), *analyst recommendation* (ANR), *Net Foreign Flow* (NFF). Sisanya sebesar 77,5% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model penelitian. Nilai R<sup>2</sup> tersebut tergolong wajar dalam penelitian keuangan karena *return* saham dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal dan dinamika pasar yang kompleks.

### Uji Statistik t

Uji statistik t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual (Ghozali, 2018). Berdasarkan hasil regresi data panel dengan *robust standard errors*, dapat diketahui bahwa tidak seluruh variabel independen berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Variabel *investor sentiment* (TVA) memiliki koefisien sebesar 0,311 dengan nilai signifikansi  $0,001 < 0,05$  (lebih rendah dari  $\alpha$ ). Hal ini menunjukkan bahwa *investor sentiment* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sehingga hipotesis pertama diterima.

Variabel *Relative Strength Index* (RSI) memiliki koefisien sebesar 0,008 dengan nilai signifikansi  $0,000 < 0,05$  (lebih rendah dari  $\alpha$ ). Hal ini menunjukkan bahwa RSI berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sehingga hipotesis kedua diterima.

Variabel *analyst recommendation* (ANR) memiliki koefisien sebesar 0,032 dengan nilai signifikansi  $0,039 < 0,05$  (lebih rendah dari  $\alpha$ ). Hal ini menunjukkan bahwa rekomendasi analis berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham, sehingga hipotesis ketiga diterima.

Selanjutnya, variabel *Net Foreign Flow* (NFF) memiliki nilai signifikansi sebesar  $0,698 > 0,05$  (lebih tinggi dari  $\alpha$ ). Hal ini menunjukkan bahwa *Net Foreign Flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sehingga hipotesis keempat ditolak.

### Pengaruh *Investor Sentiment* terhadap *Return* Saham

Hasil regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa *investor sentiment* yang diproksikan dengan *Trading Volume Activity* (TVA) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi aktivitas perdagangan yang mencerminkan sentimen positif investor, maka semakin tinggi pula *return* saham emiten tersebut. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Baker dan Wurgler (2006) yang menyatakan bahwa *investor sentiment* memengaruhi pergerakan harga saham. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dibuktikan bahwa variabel *investor sentiment* dapat mempengaruhi *return* saham.

### **Pengaruh *Relative Strength Index* terhadap *Return* Saham**

Hasil regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa *Relative Strength Index* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi momentum harga saham, maka semakin tinggi pula *return* saham yang dihasilkan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Mai Phuong (2021) yang mengungkapkan bahwa indikator teknikal berbasis momentum berpengaruh terhadap *return* saham di pasar berkembang. Berdasarkan hal tersebut maka dapat membuktikan bahwa variabel RSI dapat mempengaruhi *return* saham.

### **Pengaruh *Analyst Recommendation* terhadap *Return* Saham**

Hasil regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa *analyst recommendation* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini dapat diartikan bahwa semakin positif perubahan rekomendasi analis, maka semakin tinggi pula *return* saham emiten tersebut. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Li (2018) serta Berkman dan Yang (2019) yang mengungkapkan bahwa perubahan rekomendasi analis memiliki kandungan informasi dan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Berdasarkan hal tersebut maka dapat membuktikan bahwa variabel *analyst recommendation* dapat mempengaruhi *return* saham.

### **Pengaruh *Net Foreign Flow* terhadap *Return* Saham**

Hasil regresi pada penelitian ini menunjukkan bahwa *Net Foreign Flow* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini dapat diartikan bahwa perubahan arus dana investor asing tidak secara langsung memengaruhi *return* saham emiten LQ45 pada periode penelitian. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Vo dan Truong (2019) yang mengungkapkan bahwa arus dana asing berpengaruh terhadap pergerakan harga saham di pasar berkembang. Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan bahwa variabel *Net Foreign Flow* belum terbukti mempengaruhi *return* saham dalam penelitian ini.

## **KESIMPULAN**

*Investor sentiment* yang diproksikan melalui *Trading Volume Activity* terbukti berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa aktivitas perdagangan yang tinggi sebagai cerminan optimisme investor mampu mendorong peningkatan *return* saham. Dengan demikian, sentimen pasar memiliki peran penting dalam pembentukan *return* saham, khususnya pada saham-saham berlikuiditas tinggi seperti LQ45.

*Relative Strength Index* terbukti berpengaruh terhadap *return* saham. Temuan ini menunjukkan bahwa indikator momentum harga masih relevan dalam menjelaskan pergerakan *return* saham. Perilaku investor yang cenderung mengikuti tren harga turut memperkuat hubungan antara momentum dan *return* saham di pasar modal Indonesia.

*Analyst recommendation* terbukti berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan rekomendasi analis mengandung informasi yang

diperhatikan oleh investor dan direspons melalui pergerakan harga saham. Rekomendasi analisis tetap berperan sebagai sinyal dalam proses pengambilan keputusan investasi dan pembentukan ekspektasi pasar.

*Net Foreign Flow* tidak terbukti berpengaruh terhadap *return* saham dalam penelitian ini. Temuan ini menunjukkan bahwa arus dana investor asing tidak secara langsung menentukan pembentukan *return* saham pada periode penelitian. Dinamika *return* saham lebih banyak dipengaruhi oleh faktor internal pasar dibandingkan oleh pergerakan dana asing.

### Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, kemampuan model dalam menjelaskan variasi *return* saham masih terbatas sehingga banyak faktor lain di luar model yang memengaruhi *return*. Kedua, periode 2020–2024 yang sangat volatil menimbulkan banyak *outlier* dan berpotensi memengaruhi kestabilan estimasi. Ketiga, temuan bahwa *Net Foreign Flow* tidak signifikan perlu diinterpretasikan secara hati-hati karena dalam kondisi pasar terkini arus dana asing kembali menjadi faktor penting. Keempat, penggunaan *realized return* dan proksi sentimen berbasis *Trading Volume Activity* belum sepenuhnya menangkap reaksi pasar dan dimensi psikologis investor. Terakhir, objek penelitian yang terbatas pada saham LQ45 membatasi generalisasi hasil ke seluruh pasar.

### Saran

Investor disarankan mempertimbangkan sentimen pasar, momentum teknikal, dan rekomendasi analisis sebagai pelengkap analisis fundamental. Regulator dan emiten perlu meningkatkan transparansi informasi guna memperkuat efisiensi pasar. Penelitian selanjutnya disarankan menambahkan variabel makroekonomi, sentimen global, serta menggunakan proksi sentimen dan *return* yang lebih komprehensif, serta periode dan frekuensi data yang berbeda agar daya jelaskan model semakin kuat.

### REFERENSI

- Adrianto, F., & Hamidi, M. (2020). Analysis Of Retail Investment Behaviour In Indonesian Stock Market. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(SpecialIssue-2), 1–13.
- Andleeb, R., & Hassan, A. (2023). Impact of Investor Sentiment on Contemporaneous and Future Equity Returns in Emerging Markets. *SAGE Open*, 13(3).
- Anggitawati, D., & Ekaputra, I. A. (2018). *Foreign portfolio investment flows and exchange rate: Evidence in Indonesia*. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(15), 1–15.
- Banerjee, A., De, A., & Bandyopadhyay, G. (2018). *Momentum Effect, Value Effect, Risk Premium and Predictability of Stock Returns – A Study on Indian Market*. *Asian Economic and Financial Review*, 8(5), 669–681.
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2000). Foreign speculators and emerging equity markets. *The Journal of Finance*, 55(2), 565–613.
- Bo, L., & Krige, J. D. (2008). The performance of value stocks and growth stocks: The Hong Kong stock market 1981-2005. *Journal for Studies in Economics and Econometrics*, 32(1), 57–75.
- Brown, G., & Cliff, M. (2005). Investor Sentiment and Asset Valuation. *The Journal of Business*, 78(2), 405–440.
- Bursa Efek Indonesia. (2024). Statistik pasar modal Indonesia 2024. Bursa Efek Indonesia.

- Fama, E. F. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. J. of Finance
- Fama, E. F., & French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457–472.
- Firdaus, A. P. (2021). *Analisis pengaruh sentimen investor terhadap return saham sektoral BEI di masa pandemi COVID-19*. *Jurnal Keuangan Daerah (Khazanah Intelektual)*, 5(2), 1107–1112.
- Hamzah, F. F., Mohd, K. N. T., & Nordin, N. (2022). Market Reactions Towards Analysts' Recommendations In Emerging Markets: Evidence From Malaysia. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 14(1), 324–339.
- Hao, Y. (2021). Retail investor attention and firms' idiosyncratic risk. *Research in International Business and Finance*, 55, 101300.
- Huang, R., Chen, X., & Wu, C. (2024). The asymmetric effect of retail investor attention: New evidence from post-recommendation revision drift. *Applied Economics*, 56(56)7501–7516.
- Irwaningtyas, M. F., Sukmaningrum, P. S., & Rusgianto, S. (2023). *Investor sentiments, the COVID-19 pandemic and Islamic stock return volatility in Indonesia*. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 15(3), 100–114.
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D., & Lee, C. M. C. (2004). *Analyzing the analysts: When do recommendations add value?* *The Journal of Finance*, 59(3), 1083–1124.
- Khairudin, S., Elias, S. M., Kamil, K. H., & Chukari, N. A. (2022). *Application of Relative Strength Index oscillator for equity portfolio construction in Malaysia*. European Proceedings of Multidisciplinary Sciences, ICONSPADU 2021, 34–43.
- Kim, Y., Yoo, S., & Park, S. (2025). A Rule-Based Stock Trading Recommendation System Using Sentiment Analysis and Technical Indicators. *Electronics (Switzerland)*, 14(4).
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2024). Statistik jumlah investor pasar modal Indonesia (SID) tahun 2017–2024. KSEI.
- Mai Phuong, L. C. M. (2021). *Investor sentiment by relative strength index and stock return: Empirical evidence on Vietnam's stock market*. *Accounting*, 7, 451–456.
- Moodley, F., Ferreira-Schenk, S., & Matlhaku, K. (2025). The Effects of Investor Sentiment on Stock Return Indices Under Changing Market Conditions: Evidence from South Africa. *International Journal of Financial Studies*, 13(2), 70.
- Ni, Y., Day, MY., Cheng, Y. et al., (2022). Can investors profit by utilizing technical trading strategies? Evidence from the Korean and Chinese stock markets. *Finance Innov* 8, 54 (2022).
- Pramusinta, W. S., & Arfianto, E. D. (2016). Analisis Pengaruh Distress Risk, Size, Book To Market, Dan Momentum Terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan Sektor Industri Dasar dan Industri Barang Konsumsi periode 2009-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 0, 427–441.
- Rachman, A. N., & Wijayanto, A. (2021). Do Fundamental and Behavioral Factors Affect Insurance Company's Stock Returns? *Management Analysis Journal*, 10(3), 347–358.

- Rustam, Z., Talita, A. S., & Pertiwi, L. A. M. (2019). Decision making in the Indonesian stock exchange using a fuzzy logic method. *Journal of Theoretical and Applied Information Technology*, 97(14), 3937–3946.
- Shiller, R. J. (2015). *Irrational exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.
- Subagyo, H., Hersugondo, H., Candra, W. M., Batu, K. L., & Waluyo, D. E. (2024). Foreign investor portfolio flow and monetary policy response in the Indonesian stock market considering the COVID-19 pandemic. *Investment Management and Financial Innovations*, 21(1), 88–97.
- Tsiapias, S. (2023). Retail investor trading intentions. *International Review of Financial Analysis*, 86, 102090.
- Vo, X. V., & Truong, Q. T. (2019). *Foreign investors and stock returns in emerging markets*. *Emerging Markets Review*, 38, 1–15
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2021). Investor sentiment and stock returns: Global evidence. *Journal of Empirical Finance*, 63, 365–391.
- Wilder, J. W. (1978). *New concepts in technical trading systems*. Trend Research.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (6th ed.). Cengage Learning.
- Zhou, Z. (2025). *The impact of investor sentiment fluctuations on stock market liquidity and volatility: Implications for market returns*. *Finance Research Letters*, 60, 108771.