Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Fama Five-Factor dan Sentiment Premium: Bukti Empiris pada Pasar Saham Indonesia

[1]Zaida Rizqi Zainul, [2]Khaira Amalia Fachruddin, [3]A. Sakir & [4]Khairun Amala

[1,3,4]Universitas Syiah Kuala, Banda Aceh

[2]Universitas Sumatera Utara, Medan

Email: zaida.rizqi@usk.ac.id

Abstract

This study examines the role of the Fama Five-Factor Model and investor sentiment in explaining stock excess returns in the Indonesian capital market by incorporating a "sentiment premium," constructed from Adjusted Share Turnover (AST) by classifying stocks into bullish, medium, and bearish portfolios. The research sample comprises 93 companies listed on the Indonesian stock market, organized into 24 portfolios. The analysis employs panel data regression with a random-effects model to examine the impact of the market premium, size premium, value premium, investment premium, and sentiment premium on stock excess returns. The results indicate that the market, size, and value premiums have a positive and significant effect on stock excess returns, while the investment premium has a negative and significant effect. The profitability premium does not significantly affect excess returns. Interestingly, the sentiment premium exhibits a negative and significant relationship with stock excess returns. These findings suggest that high trading activity, used here as a proxy for investor sentiment, does not necessarily lead to higher excess returns. Conversely, high trading activity may reflect valuation pressure and a tendency toward return reversals in subsequent periods.

Keywords Fama Five-Factor Model, sentiment premium, excess return, Indonesian capital market.

1. Pendahuluan

Investasi saham merupakan salah satu alternatif investasi yang memberikan peluang memperoleh return, tetapi juga memiliki risiko akibat fluktuasi harga saham. Hubungan antara risiko dan return menjadi salah satu konsep fundamental dalam teori keuangan. Markowitz (1952) melalui Modern Portfolio Theory menjelaskan hubungan antara risiko dan expected return, yang kemudian dikembangkan melalui Capital Asset Pricing Model (CAPM) oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966). CAPM menjelaskan return aset berdasarkan risiko sistematis melalui market *risk premium*. Namun, kemampuan CAPM dalam menjelaskan variasi return saham masih memiliki keterbatasan karena hanya mempertimbangkan satu faktor risiko.

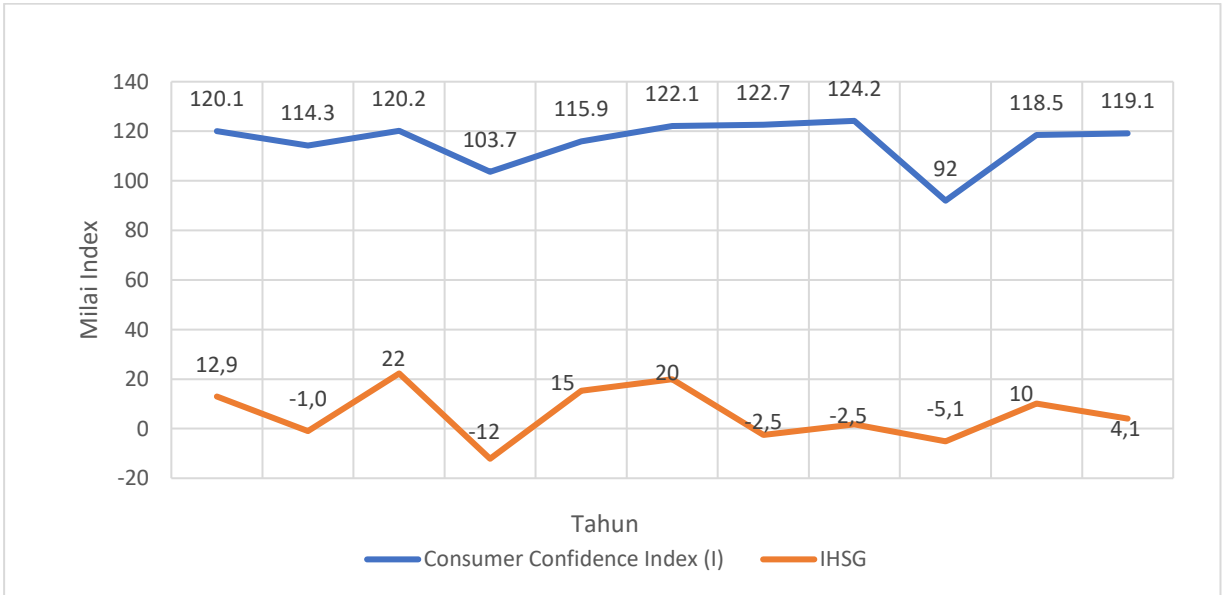
Keterbatasan tersebut mendorong berkembangnya model multifaktor, salah satunya Fama-French Three Factor Model yang menambahkan faktor size dan value ke dalam CAPM. Perkembangan selanjutnya menghasilkan Fama-French Five Factor Model dengan menambahkan faktor profitability dan investment. Model ini menjelaskan bahwa karakteristik perusahaan, seperti ukuran perusahaan, rasio book-to-market, profitabilitas, dan kebijakan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

investasi, dapat berhubungan dengan return saham. Penambahan faktor tersebut ditujukan untuk meningkatkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi return dan anomali pasar.

Meskipun Five Factor Model telah banyak digunakan, hasil penelitian terdahulu menunjukkan temuan yang belum konsisten. Size premium ditemukan berhubungan positif dengan excess return pada beberapa penelitian (Fama & French, 2015; Cox & Britten, 2019; Abraham et al., 2022), tetapi penelitian lain menunjukkan bahwa faktor size tidak signifikan dan efeknya dapat berubah antarperiode (Kostin et al., 2022; Astakhov & Havranek, 2019). Ketidakkonsistenan juga ditemukan pada value premium, profitability premium, dan investment premium. Khususnya, profitability premium dilaporkan berpengaruh positif dalam beberapa penelitian, tetapi tidak signifikan dalam penelitian lainnya, sementara investment premium menunjukkan hubungan positif, negatif, maupun tidak signifikan terhadap excess return. Ketidakkonsistenan tersebut menunjukkan bahwa kemampuan Five Factor Model dalam menjelaskan return saham dapat berbeda berdasarkan karakteristik pasar dan periode penelitian.

Kondisi tersebut menjadi semakin penting ketika penelitian dilakukan pada pasar saham negara berkembang, termasuk Indonesia. Pasar negara berkembang memiliki karakteristik berupa keterbatasan informasi dan potensi ketidaksempurnaan pasar yang dapat meningkatkan kemungkinan munculnya anomali harga. Dalam kondisi tersebut, perilaku investor dapat berperan dalam pembentukan harga dan return saham. Investor tidak selalu merespons informasi secara rasional dan dapat mengalami overreaction maupun underreaction terhadap informasi baru. Consumer Confidence Index merupakan salah satu indikator yang dapat digunakan untuk mengukur tingkat sentimen pasar terhadap kondisi ekonomi dan keuangan di suatu negara (Fisher & Statman, 2003; Ferrer et al, 2016). Berikut ini adalah grafik Consumer Confidence Index (CCI) Indonesia



FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Gambar 1. *Consumer Confidence Index (CCI)* Indonesia dan IHSG, Sumber: www.bi.go.id dan www.ceicdata.com, 2023

Berdasarkan grafik diatas menunjukkan *consumer confidence index* di Indonesia dan IHSG bergerak searah pada tahun 2012 hingga 2017. Namun pada tahun 2018 dan 2022 ketika tingkat *sentiment* bergerak stabil dengan nilai masing-masing sebesar 122,7 dan 119,1, IHSG justru menurun pada -2,5% dan 4,1%. Pada masa pandemi tahun 2020 kinerja IHSG merosot tajam, IHSG kembali naik di tahun 2021 seiring dengan pemulihan pasca pandemi covid sehingga investor optimis terhadap kondisi keuangan.

Sentimen menggambarkan kondisi psikologis atau kecenderungan optimisme dan pesimisme investor dalam mengambil keputusan investasi. Perubahan sentimen dapat memengaruhi keputusan perdagangan dan menciptakan perbedaan antara harga pasar dan nilai intrinsik saham. Dengan demikian, sentimen investor berpotensi menjadi faktor tambahan yang dapat menjelaskan variasi return saham yang belum sepenuhnya dijelaskan oleh model berbasis karakteristik fundamental perusahaan. Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini dilakukan dengan judul "Analisis Fama-French Five Factor dan Sentiment Premium pada Pasar Saham Indonesia." Penelitian ini berfokus pada pengujian kemampuan faktor market, size, value, profitability, dan investment serta sentiment premium dalam menjelaskan excess return saham di Indonesia. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan bukti empiris mengenai relevansi Five Factor Model dan peran sentimen investor dalam menjelaskan return saham pada pasar Indonesia.

2. Tinjauan Literatur

Capital Asset Pricing Model. Asset Pricing merupakan proses penentuan nilai aset keuangan seperti saham, obligasi, dan derivative berdasarkan ekspektasi imbal hasil (return) dan risiko. Pada Capital Asset Pricing Model (CAPM) yang dikembangkan Sharpe, Treynor, Lintner, dan Mossin pada awal tahun 1960an yang menghubungkan return dengan risiko investasi. Sharpe (1964) dalam artikelnya berjudul "Capital Asset Prices: Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," menjelaskan kondisi keseimbangan di pasar yang berisiko. Model ini sebagai landasan pengambilan keputusan investasi dan manajemen portofolio. CAPM ini berpendapat bahwa nilai asset atas suatu investasi ditentukan oleh beta pasar. Beta pasar mengukur sensitivitas aset terhadap pergerakan pasar. Pendekatan ini telah diterapkan secara luas dalam penetapan harga aset berisiko.

Fama Five Factor. Salah satu bentuk pengembangan dari CAPM adalah Fama-French Five Factor Model yang diperkenalkan oleh (Fama & French, 2015). Model ini mewakili kemajuan dalam model penetapan harga asset dengan menggabungkan faktor-faktor tambahan seperti size, value, profitability, dan investment untuk menjelaskan expected return dengan lebih baik. Model ini telah berkontribusi pada pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika penetapan harga aset. Model penetapan harga asset masih terus mengalami perkembangan ditengah kondisi yang tidak pasti.

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Market Overreaction Theory. Hipotesis market *overreaction* pertama kali dinyatakan oleh DeBondt dan Thaler pada tahun 1985. Mereka menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Investor cenderung untuk bereaksi berlebihan pada peristiwa luar biasa dan informasi baru, serta mengabaikan informasi yang lebih lama (Jones, 2014). *Overreaction* dimungkinkan terjadi karena sebagian investor (pelaku pasar) melakukan transaksi saham secara tidak rasional terhadap informasi yang masuk ke bursa. Jika informasi yang diterima pasar adalah berita buruk *(bad news),* maka para pelaku pasar cenderung menilai saham terlalu rendah dari nilai wajarnya karena terlalu pesimis, sehingga harga aset tersebut menjadi *undervalued.* Sedangkan, pelaku pasar cenderung terlalu optimis pada informasi yang dianggap baik *(good news)*, sehingga harga aset menjadi *overvalued*

Pengaruh *Market Risk Premium* Terhadap *Excess Return*. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) menjelaskan bahwa *expected excess return* dari suatu investasi seharusnya berbanding lurus dengan risiko sistematis atau risiko pasar (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1968). Lintner (1965) dan Mossin (1966) menyatakan adanya *trade-off* antara *risk* dan *return.* Hossan & Abedin (2019) menemukan bahwa *market risk premium* berhubungan positif dan signifikan dengan *excess return* dari semua portofolio di Bursa Efek Dhaka. Demikian pula, Imran (2021) menemukan bahwa premi risiko pasar mendorong total *expected return* saham dan merupakan penentu utama biaya ekuitas. Berbagai literatur telah memberikan bukti bahwa *market risk premium* merupakan penentu utama *excess return.*

H_1: *Market risk premium* berpengaruh positif terhadap *excess return* di pasar saham Indonesia dan Malaysia

Pengaruh *Size premium* Terhadap *Excess return*. *Size premium* menunjukkan kompensasi yang diperoleh investor yang berinvestasi pada *small stock* dan *big stock* yang diperkirakan memiliki korelasi *return* yang berbeda. Size telah digunakan dalam beberapa penelitian untuk memprediksi *expected return* saham dalam *model asset pricing* (Chen *et al*, 1986, Fama &French, 1992, Carhart, 1997). Penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981) menyimpulkan bahwa *size* perusahaan memiliki pengaruh yang besar dalam menjelaskan *return.* Penelitian ini juga menemukan bahwa perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil memiliki *return* yang lebih besar dibandingkan perusahaan dengan kapitalisasi besar. Leite *et al*., (2018), Cox & Britten, (2019), Stambaugh, & Yuan (2019); Khudoykulov, (2020), Kostin *et al*., (2022), Hossain, (2022) menemukan *size premium* berhubungan positif terhadap *excess return*.

H_2: *Size premium* berpengaruh positif terhadap *excess return* di pasar saham Indonesia dan Malaysia.

Pengaruh *Value premium* Terhadap *Excess return*. Pengembalian yang lebih tinggi pada saham bernilai dapat mencerminkan kompensasi pasar atas risiko tambahan yang dihadapi investor saat berinvestasi di perusahaan-perusahaan ini. Cohen *et al*. menemukan bahwa rasio B/M yang tinggi menandakan laba dan profitabilitas yang buruk secara terus-menerus. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan ini cenderung mengalami laba yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dengan rasio B/M yang lebih rendah (Cohen *et al*., 2003). Perusahaan dengan tingkat book-to-market yang tinggi memperoleh rata-rata *return*

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat *book-to-market* yang rendah (Fama dan French, 1992). Hal ini sejalan dengan penelitian Agarwal dan Poshakwale (2010) yang mengaitkan risiko kesulitan keuangan yang tinggi pula pada saham dengan B/M tinggi (value stock). Berdasarkan penjelasan diatas investor mengisyaratkan keuntungan yang lebih tinggi pada saham-saham value karena dianggap lebih berisiko\

H_3: *Value premium* berpengaruh positif terhadap *excess return* di pasar saham Indonesia dan Malaysia

Pengaruh *Profitability premium* terhadap *Excess return*. Peningkatan laba perusahaan adalah berita baik, tetapi penurunan laba perusahaan adalah berita buruk bagi investor. Profitabilitas merupakan sinyal bagi investor untuk memperoleh deviden. Fama & French (2015) dan Hou *et al*., (2015) menemukan hubungan positif antara profitabilitas perusahaan dan *expected return*. Hou *et al*., (2015) berpendapat bahwa karena harga pasar saat ini bergantung pada arus kas saat ini, maka perusahaan yang lebih menguntungkan dan dapat menghasilkan lebih banyak arus kas cenderung menghasilkan *return* saham yang diharapkan lebih tinggi. Ball *et al*., (2015) menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan laba operasi cenderung memiliki pengaruh yang lebih kuat terhadap *expected return* dibandingkan laba kotor dan laba bersih.

H_4: *Profitability premium* berpengaruh positif terhadap *excess return* di pasar saham Indonesia dan Malaysia.

Pengaruh *Investment premium* Terhadap *Excess return*. Penelitian menunjukkan bahwa bias kognitif, seperti *overconfidence* dan representativeness heuristics, menyebabkan investor membuat keputusan yang tidak rasional sehingga mengakibatkan kesalahan penetapan harga sekuritas (Abideen *et al*., 2023). Titman, *et al*., (2010) menyatakan bahwa investor cenderung bereaksi buruk ketika ada indikasi peningkatan modal untuk investasi. Hal ini karena ketidakpercayaan investor pada manajer, terutama pada manajer '*empire builder'* (manajer yang selama ini berperan dalam membangun perusahaan). Ma *et al*., (2022) menemukan bawa perusahaan yang mengalami pertumbuhan cepat (aggressive) dengan melakukan investasi modal dan akuisisi cenderung menunjukkan kinerja operasional yang buruk dan pengembalian saham yang lebih rendah. Mereka juga menyatakan bahwa efek investasi dapat dianggap sebagai faktor risiko yang dapat dijelaskan dengan perspektif penetapan harga aset rasional. Beberapa studi telah menemukan hubungan positif signifikan antara *investment premium* dan *excess return* yang mengindikasikan bahwa perusahaan dengan kebijakan investasi yang konservatif cenderung menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan kebijakan investasi yang agresif (Yang dan Hu, 2021; Kostin *et al*., 2023).

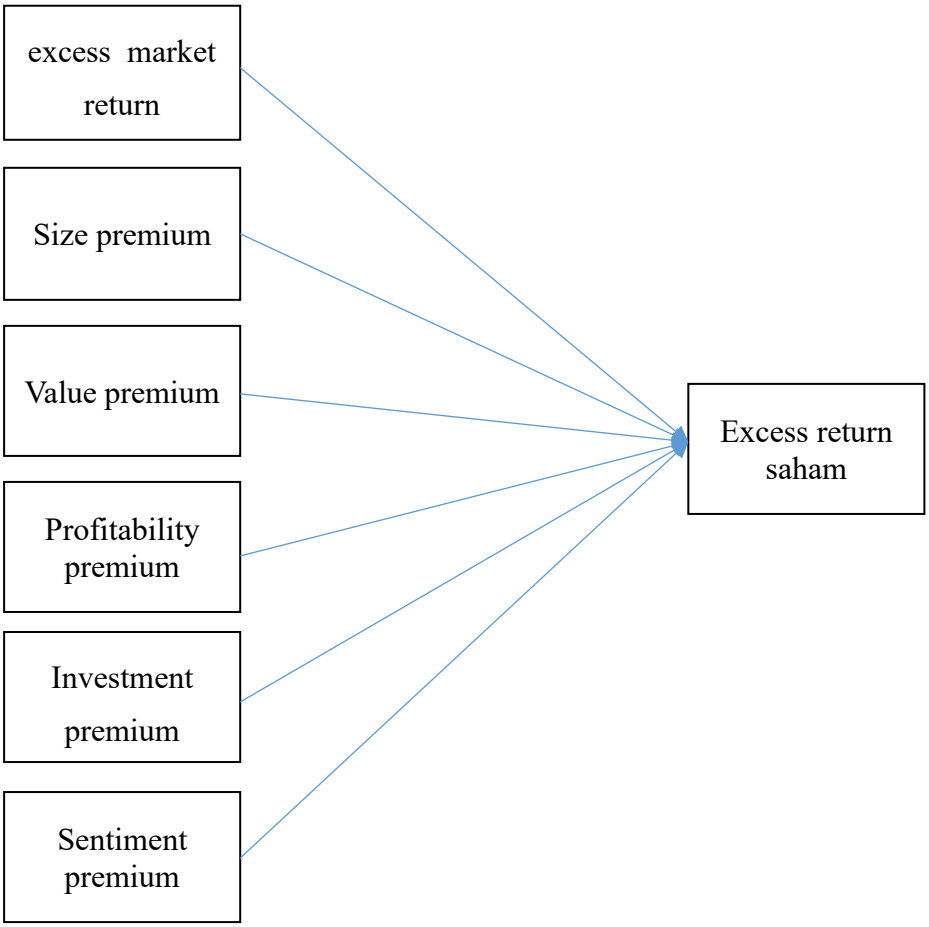
H_5: *Investment premium* berpengaruh positif terhadap *excess return* di pasar saham Indonesia dan Malaysia

Pengaruh *Sentiment premium* Terhadap *Excess return*. Informasi dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap suatu aset atau perusahaan. DeBondt dan Thaler pada (1985) menyatakan bahwa pada dasarnya pasar telah bereaksi berlebihan terhadap suatu informasi. Investor cenderung untuk bereaksi berlebihan pada peristiwa luar biasa dan informasi baru, serta

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

mengabaikan informasi yang lebih lama. Pelaku pasar menetapkan harga saham terlalu tinggi dalam menanggapi berita baik *(good news)*. Sebaliknya, mereka akan menetapkan harga terlalu rendah sebagai reaksi terhadap kabar buruk *(bad news)*. Baker dan Wurgler (2006) mengungkapkan bahwa salah satu definisi sentimen investor sebagai sikap optimis dan pesimis terhadap suatu saham secara umum. Yang & Hu (2021) yang menyatakam bahwa saham dengan beta sentimen saham individu yang lebih tinggi memiliki *excess return* dan alpha yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan saham individu yang lebih rendah. Rashid *et al*., (2019) menunjukkan bahwa sentimen investor berdampak signifikan terhadap tingkat pengembalian. Secara khusus, ditemukan premi dari faktor sentimen positif dan signifikan secara statistik.

H_6: *Sentiment premium* berpengaruh positif terhadap *excess return* di pasar saham Indonesia dan Malaysia



Gambar 1. Kerangka Penelitian

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

3. Metode Penelitian

Pembentukan Portofolio. Penyortiran saham dilakukan setiap tahun selama periode penelitian. Pengkategorian portofolio berdasarkan faktor *size, book to market (B/M), operating profit (OP), asset growth (AG)* dan *adjusted share turnover (ST)*. Portofolio yang dibentuk adalah sebagai berikut:

1. Saham-saham perusahaan yang termasuk dalam sampel penelitian disortir dalam dua kategori. 50% dari seluruh sampel saham dengan *market capitalization (Size)* terendah masuk ke dalam kategori Small (S) sedangkan sisanya masuk kedalam kategori Big (B).
2. Perusahaan diurutkan kembali berdasarkan rasio *book-to-market* (B/M), *Operating Profitability* (OP), *Asset Growth* (AG) dan *Share Turnover* (ST) dengan median dan kriteria sebagai berikut: 30% dari seluruh sampel saham dengan nilai rasio B/M, investment ratio dan share turnover tertinggi masing-masing masuk ke dalam kategori *High* (H), *Robust* (R), *Conservative* (C) dan *Bullish* (U). 40% lainnya masuk kedalam kategori Netral (N). Sedangkan sisanya 30% perusahaan dengan nilai rasio *book-to-market, operating profitability, asset growth* dan *share turnover* terendah masing-masing masuk ke dalam kelompok *low* (L), *Weak* (W), *Aggressive* (A) dan *Bearish* (B).
3. Setelah dibentuk kelompok berdasarkan *size,* rasio *book-to market,* maka dapat dibentuk portofolio 2×3 yang terdiri dari SH (Small-High), SM *(Small-Netral),* SL *(Small-Low),* SR *(Small-Robust),* SM *(Small-Netral),* SW *(Small-Weakness),* SC *(Small-Conservative),* SM (*Small-Netral*), SA *(Small-Aggressive),* SU *(Small-Bullish),* SM *(Small-Netral),* SE *(Small-Bearish),* dan 12 portofolio Big yang terdiri dari BH *(Big-High)),* BM *(Big-Netral),* BL *(Big-Low),* BR *(Big-Robust),* BM *(Big-Netral),* BW *(Big-Weak),* BC *(Big-Conservative), BM (Big-Netral),* BA *(Big-Aggressive*), BU *(Big-Bullish),* BM *(Big-Netral),* BE *(Big-Bearish).* Ringkasan pembentukan portofolio dapat dilihat pada Tabel 2.1 dibawah ini:

Tabel 1. Pembentukan Portofolio Berdasarkan Size, B/M. OP, AG dan *Share Turnover*

Small (S)				Big (B)			
B/M	*OP*	*AG*	*AST*	*B/M*	*OP*	*AG*	*AST*
High (SH)	Robust (SR)	Conservative (SC)	Bullish (SU)	High (BH)	Robust (BR)	Conservative (BC)	Bullish (BU)
Netral (SN)	Netral (SN)	Netral (SN)	Netral (SN)	Netral (BN)	Netral (BN)	Netral (BN)	Netral (BN)
Low (SL)	Weak (SW)	Aggressive (SA)	Bearish (SE)	Low (BL)	Weak (BW)	Aggressive (BA)	Bearish (BE)

Metode Analisis. Sampel penelitian ini terdiri dari 93 perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia selama tahun 2013-2023. Penelitian ini menggabungkan model lima faktor (Fama & French, 2015) dengan sentiment premium yang merupakan variabel baru dalam penelitian ini. Pengujiannya adalah sebagai berikut:

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 RMW_t + \beta_5 CMA_t + \beta_6 UME_t e_{it}$$

$R_{it} - R_{ft}$: *Excess return saham*

MKT : *Market premium*

SMB : *Size premium*

HML : *Value premium*

RMW : *Profitability premium*

CMA : *Invetsment premium*

UME : *Sentiment premium*

$\beta 0$- β_{M5Y} : Koefisien regresi

Perhitungan komponen variabel yang digunakan dalam model adalah sebagai berikut:

1. *Excess return.* Excess *return* merupakan selisih antara *return* pada sekuritas atau portofolio i pada periode t dan *risk free rate* pada periode t.

R_{it} - Rf_t

2. Market Return. Market return dihitung dari selisih antara *return* pasar dengan *risk-free rate pada periode t.*

$R_{mt} - Rf_t$

3. *Size Premium.* Portofolio berdasarkan *size* dibentuk dengan menghitung nilai *market capitalization* tiap saham pada akhir tahun t. Berikut ini adalah cara menghitung *size* (Dirkx & Peter, 2020):

Size t = $Market\ Capitalization_{t-1}$

Rumus menghitung *size premium* adalah sebagai berikut (Fama & French, 2015):

sort portofolio 2x3

$$SMB_{(B/M)} = \frac{(SH + SN + SL)}{3} - \frac{(BH + BN + BL)}{3}$$

$$SMB_{(OP)} = \frac{(SR + SN + SW)}{3} - \frac{(BR + BN + BW)}{3}$$

$$SMB_{(INV)} = \frac{(SC + SN + SA)}{3} - \frac{(BC + BN + BA)}{3}$$

$$SMB = \frac{SMB_{BM} + SMB_{OP} + SMB_{INV}}{3}$$

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

4. *Value Premium.* Rasio *Book to Market* (B/M) merupakan rasio yang menunjukkan nilai buku ekuitas terhadap kapitalisasi pasar. Rumus menghitung *book to market* (B/M) adalah sebagai berikut (Dirkx & Peter, 2020)untuk sort portofolio 2x3 :

$$Book\ to\ Market\ _t = \frac{total\ Equity_{t-1}}{\frac{market\ capitalization_{t-1} - Shares\ Outstanding_{t-1}}{Shares\ Outstanding_{t-1}}}$$

Proksi dari *value premium* adalah HML yang dapat dihitung sebagai berikut (Fama & French, 2015):

$$HML = \frac{(SH + BH)}{2} - \frac{(SL + BL)}{2}$$

5. Profitability Premium. Pada model *Fama French Five Factor*, profitability diukur dengan rasio operating profitability. Rumus untuk menghitung operating *profitability* adalah sebagai berikut (Dirkx & Peter, 2020):

$$Operating\ Profitability = \frac{Operating\ Income_{t-1} - Operating\ Expenses_{t-1} - Interest\ Expenses_{t-1}}{Total\ Equity_{t-1}}$$

Profitability factor diproksikan dengan RMW *(robust minus weak).* RMW merupakan selisih setiap periode antara rata-rata *return* pada dua portofolio yang mempunyai OP tinggi dengan rata-rata *return* pada dua portofolio yang mempunyai OP rendah. Berikut ini adalah rumus RMW untuk sort portofolio 2x3 (Fama & French, 2015)::

$$RMW = \frac{(SR + BR)}{2} - \frac{(SW + BW)}{2}$$

6. Investment Premium. Tingkat investasi suatu perusahaan dapat diukur berdasarkan pertumbuhan *total asset (asset growth).* Rumus untuk menghitungnya adalah sebagai berikut (Dirkx & Peter, 2020):

$$Asset\ Growth = \frac{Total\ Aset_t}{Total\ Aset_{t-1}}$$

Rumus untuk menghitung CMA dengan sort 2x3 adalah sebagai berikut (Fama & French, 2015):

$$CMA = \frac{(SC + BC)}{2} - \frac{(SA + BA)}{2}$$

7. *Sentiment premium* yang merupakan selisih antara *return* saham perusahaan *sentiment* optimis dengan saham perusahaan *sentiment* pesimis. Baker & Stein (2004) berpendapat bahwa share turnover dapat menjadi proksi atau variabel implisit bagi sentimen investor. Rumus Adjusted share tunover adalah sebagai berikut (Yang et al., 2017) :

$$Adjusted\ share\ Turnover = \frac{R_i}{|R_i|} \times \frac{trading\ volume}{number\ of\ outstanding\ shares}$$

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Berikut ini adalah rumus untuk menghitung nilai UME dengan sort 2x3:

$$UME = \frac{(SU + BU)}{2} - \frac{(SE + BE)}{2}$$

4. Hasil dan Pembahasan

Statistik Deskriptif. Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif variabel penelitian yang terdiri atas excess return, market risk premium, size premium, value premium, profitability premium, investment premium, dan sentiment premium. Nilai mean, maksimum, minimum, dan standar deviasi digunakan untuk menggambarkan karakteristik serta tingkat variasi masing-masing variabel selama periode penelitian. Jumlah sampel terdiri atas 24 portofolio dengan periode penelitian 2013–2023 sehingga total observasi adalah 264 observasi.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Ri_Rf	RM_RF	SMB	HML	RMW	CMA	UME
Mean	-0.0302	-0.0118	0.0286	0.1235	0.0102	-0.0013	0.0217
Maximum	0.4690	0.1788	0.1187	0.5258	0.1510	0.1401	0.1574
Minimum	-0.4194	-0.2114	-0.1223	-0.1156	-0.1156	-0.1817	-0.0698
Std. Dev.	0.1403	0.1123	0.0674	0.1836	0.0894	0.0849	0.0751

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, rata-rata excess return saham (Ri_Rf) selama periode penelitian adalah –0,0302, dengan nilai maksimum sebesar 0,4690 dan minimum sebesar –0,4194. Nilai rata-rata yang negatif menunjukkan bahwa secara keseluruhan return saham setelah dikurangi risk-free rate cenderung berada di bawah tingkat return bebas risiko. Sementara itu, standar deviasi sebesar 0,1403 menunjukkan adanya variasi excess return yang cukup besar selama periode penelitian.

Rata-rata market risk premium (RM_RF) sebesar –0,0118, dengan nilai maksimum 0,1788 dan minimum –0,2114. Nilai rata-rata negatif menunjukkan bahwa selama periode pengamatan, return pasar secara rata-rata berada di bawah tingkat return bebas risiko. Standar deviasi sebesar 0,1123 menunjukkan bahwa market risk premium mengalami fluktuasi yang cukup besar.

Faktor SMB (Small Minus Big) memiliki rata-rata sebesar 0,0286, dengan nilai maksimum 0,1187 dan minimum –0,1223. Nilai rata-rata yang positif menunjukkan adanya kecenderungan bahwa saham perusahaan berkapitalisasi kecil menghasilkan premium yang lebih tinggi dibandingkan saham perusahaan berkapitalisasi besar selama periode penelitian. Namun, nilai minimum yang negatif menunjukkan bahwa size effect tidak terjadi secara konsisten pada seluruh periode pengamatan. Standar deviasi sebesar 0,0674 menunjukkan tingkat variasi SMB yang relatif lebih rendah dibandingkan sebagian besar faktor lainnya.

Faktor HML (High Minus Low) memiliki rata-rata sebesar 0,1235, yang merupakan rata-rata tertinggi di antara faktor-faktor yang diteliti. Nilai maksimum mencapai 0,5258, sedangkan nilai minimumnya –0,1156, dengan standar deviasi sebesar 0,1836. Rata-rata HML yang positif menunjukkan adanya value premium, yaitu kecenderungan saham dengan karakteristik value

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

menghasilkan return yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan karakteristik growth. Namun, standar deviasi HML yang paling tinggi menunjukkan bahwa faktor value juga memiliki fluktuasi yang relatif besar selama periode penelitian.

Faktor RMW (Robust Minus Weak) memiliki rata-rata sebesar 0,0102, dengan nilai maksimum 0,1510 dan minimum –0,1156. Rata-rata yang positif menunjukkan adanya kecenderungan profitability premium, yaitu perusahaan dengan profitabilitas yang lebih kuat cenderung memberikan return yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan profitabilitas yang lebih lemah. Akan tetapi, nilai minimum yang negatif menunjukkan bahwa premium profitabilitas tidak selalu muncul sepanjang periode pengamatan. Standar deviasi sebesar 0,0894 menunjukkan adanya variasi yang cukup besar pada faktor tersebut.

Faktor CMA (Conservative Minus Aggressive) memiliki rata-rata sebesar –0,0013, dengan nilai maksimum 0,1401 dan minimum –0,1817. Nilai rata-rata yang mendekati nol dan sedikit negatif menunjukkan bahwa investment premium relatif lemah selama periode penelitian. Dengan demikian, saham perusahaan dengan kebijakan investasi konservatif tidak secara konsisten menghasilkan return yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan investasi agresif. Standar deviasi sebesar 0,0849 menunjukkan adanya fluktuasi pada faktor CMA.

Sementara itu, UME sebagai ukuran sentiment premium memiliki rata-rata sebesar 0,0217, dengan nilai maksimum 0,1574 dan minimum –0,0698. Rata-rata yang positif menunjukkan bahwa selama periode penelitian terdapat sentiment premium positif, sehingga perubahan sentimen investor berpotensi memberikan kontribusi terhadap pembentukan return saham. Nilai minimum –0,0698 menunjukkan bahwa pada kondisi sentimen yang paling negatif, sentiment premium mengalami penurunan sebesar 6,98%. Namun, dibandingkan dengan beberapa faktor lainnya, rentang negatif UME relatif lebih terbatas. Standar deviasi sebesar 0,0751 juga menunjukkan bahwa volatilitas sentiment premium relatif lebih rendah dibandingkan HML, Ri_Rf, RM_RF, dan RMW.

Tabel 2 menyajikan hasil pengujian pemilihan model regresi data panel yang dilakukan untuk menentukan model estimasi yang paling sesuai dengan karakteristik data penelitian. Pengujian dilakukan melalui Chow Test, Hausman Test, dan Lagrange Multiplier (LM) Test.

Tabel 2. Estimasi Penentuan Model Regresi Data Panel

Uji Statistik	Nilai
Chow Test (LR Test) Cross Sectional Chi Square	52.0311*
Hausman Test Cross Section Random, Chi Sq statistic	0.0000
Lagrange Multiplier Test Breusch-Pagan	12.3609*

Hasil pengujian pemilihan model menunjukkan bahwa Chow Test menghasilkan nilai yang signifikan, sehingga Fixed Effect Model (FEM) lebih sesuai dibandingkan Common Effect Model (CEM). Selanjutnya, Hausman Test menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Random Effect Model (REM) dipilih dibandingkan FEM. Hasil tersebut diperkuat oleh Lagrange Multiplier (LM) Test yang signifikan, yang menunjukkan bahwa REM lebih sesuai dibandingkan CEM. Dengan demikian, berdasarkan ketiga pengujian tersebut, penelitian ini menggunakan Random Effect Model (REM) sebagai model estimasi regresi data panel.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien	t-stat
C	-0.0362	-3.6410
Rm-Rf	0.6201*	7.9441
SMB	0.3278**	2.3103
HML	0.1132*	3.0399
RMW	-0.1033	-1.3390
CMA	-0.3455*	-3.1798
UME	-0.4318*	-3.8710
Adj. R quare	0.5432	
F-stat	11.7835	
Prob (F-statistic)	0.0000	

Berdasarkan hasil estimasi regresi, nilai Adjusted R-Square sebesar 0,5432 menunjukkan bahwa variabel independen dalam model, yaitu Rm-Rf, SMB, HML, RMW, CMA, dan UME, secara bersama-sama mampu menjelaskan sekitar 54,32% variasi excess return saham (Ri-Rf). Sementara itu, sebesar 45,68% variasi excess return dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Nilai F-statistic sebesar 11,7835 dengan Prob. (F-statistic) sebesar 0,0000 menunjukkan bahwa model regresi secara simultan signifikan secara statistik. Dengan demikian, faktor-faktor yang digunakan dalam model secara bersama-sama memiliki hubungan yang signifikan dengan excess return saham.

Variabel Rm-Rf memiliki koefisien sebesar 0,6201 dengan t-statistic 7,9441 dan signifikan. Koefisien positif menunjukkan bahwa peningkatan market risk premium diikuti oleh peningkatan excess return saham. Artinya, ketika return pasar relatif terhadap risk-free rate meningkat, excess return saham juga cenderung meningkat. Temuan ini menunjukkan H1 diterima yang berarti bahwa adanya excess return pasar berpengaruh positif signifikan terhadap excess return saham, yang sejalan dengan hubungan risk-return dalam model penetapan harga aset.

SMB memiliki koefisien sebesar 0,3278 dengan t-statistic 2,3103 dan signifikan. Koefisien positif menunjukkan bahwa peningkatan size premium berkaitan dengan peningkatan excess return saham. Hal ini mengindikasikan adanya size effect, yaitu saham perusahaan berkapitalisasi relatif kecil cenderung memberikan excess return yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan berkapitalisasi besar, ceteris paribus.

HML memiliki koefisien positif sebesar 0,1132 dengan t-statistic 3,0399 dan signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan value premium berhubungan dengan peningkatan

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

excess return saham. Dengan demikian, terdapat indikasi value effect, di mana saham dengan karakteristik value memiliki kecenderungan menghasilkan excess return yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan karakteristik growth.

RMW memiliki koefisien sebesar –0,1033 dengan t-statistic –1,3390 dan tidak signifikan. Meskipun koefisiennya negatif, secara statistik tidak terdapat bukti yang cukup bahwa profitability premium berhubungan dengan excess return saham dalam model penelitian. Dengan demikian, perbedaan profitabilitas perusahaan belum menunjukkan hubungan yang signifikan dengan excess return saham selama periode pengamatan.

CMA memiliki koefisien sebesar –0,3455 dengan t-statistic –3,1798 dan signifikan. Koefisien negatif menunjukkan bahwa peningkatan CMA berhubungan dengan penurunan excess return saham. Hasil ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara investment premium dan excess return. Dengan demikian, dalam sampel penelitian, saham perusahaan dengan karakteristik investasi konservatif tidak menunjukkan excess return yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan karakteristik investasi agresif.

UME memiliki koefisien sebesar –0,4318 dengan t-statistic –3,8710 dan signifikan. Koefisien negatif menunjukkan bahwa peningkatan sentiment premium berkaitan dengan penurunan excess return saham setelah faktor-faktor Fama Five Factor dikendalikan. Temuan ini menunjukkan bahwa sentimen investor memiliki hubungan yang signifikan dengan excess return saham, tetapi arah hubungannya negatif dalam model penelitian.

Hasil regresi menunjukkan bahwa dari lima faktor Fama, empat faktor menunjukkan hubungan yang dapat diuji secara statistik dengan excess return, yaitu Rm-Rf, SMB, HML, dan CMA, sedangkan RMW tidak signifikan. Selain itu, UME (sentiment premium) signifikan dengan koefisien –0,4318, sehingga memberikan bukti bahwa penambahan faktor sentimen memberikan informasi tambahan dalam menjelaskan excess return setelah mempertimbangkan faktor-faktor Fama Five Factor. Koefisien negatif yang signifikan pada UME menunjukkan terjadinya *reversal effect.* Saham yang memiliki aktivitas perdagangan/sentimen sangat tinggi pada periode sebelumnya justru mengalami return yang lebih rendah pada periode berikutnya.

5. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, model Fama Five Factor yang terdiri atas market risk premium, size premium, value premium, profitability premium, dan investment premium, serta sentiment premium mampu menjelaskan variasi excess return saham di pasar Indonesia. Hasil estimasi menunjukkan bahwa market risk premium (Rm-Rf), size premium (SMB), dan value premium (HML) berpengaruh positif dan signifikan terhadap excess return saham. Sementara itu, investment premium (CMA) berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan profitability premium (RMW) tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Sentiment premium (UME) yang dibentuk berdasarkan Adjusted Share Turnover, dengan 30% saham ber-AST tertinggi dikategorikan sebagai bullish, 40% sebagai medium, dan 30% terendah sebagai bearish, menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap excess return saham. Temuan ini menunjukkan bahwa tingginya aktivitas perdagangan yang digunakan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

sebagai proksi sentimen investor tidak selalu diikuti oleh excess return yang lebih tinggi pada periode pengamatan. Hasil tersebut dapat mengindikasikan adanya kemungkinan overvaluation atau return reversal pada saham dengan aktivitas perdagangan yang tinggi. Dengan demikian, pengaruh sentimen investor terhadap return saham di pasar Indonesia tidak selalu bersifat positif dan perlu dipahami dalam konteks karakteristik pembentukan sentiment premium serta dinamika pasar saham Indonesia. Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor pasar, ukuran perusahaan, nilai, investasi, dan sentimen investor memiliki peran dalam menjelaskan excess return saham, sementara faktor profitabilitas tidak menunjukkan hubungan yang signifikan. Nilai Adjusted R-Square sebesar 0,5432 menunjukkan bahwa model mampu menjelaskan 54,32% variasi excess return saham, sedangkan 45,68% lainnya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

Referensi

Agarwal, V., & Poshakwale, S. (2010). Size and book-to-market anomalies and omitted leverage risk. *European Journal of Finance, 16*(3), 263–279.

Astakhov, A., Havranek, T., & Novak, J. (2019). Firm size and stock returns: A quantitative survey. *Journal of Economic Surveys, 33*(5), 1463–1492. https://doi.org/10.1111/joes.12335

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance, 61*(4), 1645–1680. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x

Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics, 9*(1), 3–18. https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0

Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., & Nikolaev, V. V. (2015). Deflating profitability. Journal of Financial Economics, 117(2), 225–248. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.02.004

Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance, 52*(1), 57–82. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x

Cox, S., & Britten, J. (2019). The Fama-French five-factor model: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange. *Investment Analysts Journal, 48*(3), 240–261. https://doi.org/10.1080/10293523.2019.1647982

Cohen, R. B., Polk, C., & Vuolteenaho, T. (2003). The value spread. *The Journal of Finance, 58*(2), 609–641. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00539

De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance, 40*(3), 793–805. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance, 47*(2), 427–465. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics, 116*(1), 1–22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010

Fisher, K. L., & Statman, M. (2003). Consumer confidence and stock returns. *The Journal of*

Portfolio Management, 30(1), 115–127. https://doi.org/10.3905/jpm.2003.319925

Hossan, M. A., & Abedin, M. J. (2019). Factors of stock return and Carhart model: The case of Dhaka Stock Exchange (DSE) of Bangladesh. *International Journal of Economics and Finance, 11*(6), 14. https://doi.org/10.5539/ijef.v11n6p14

Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2015). Digesting anomalies: An investment approach. *The Review of Financial Studies, 28*(3), 650–705. https://doi.org/10.1093/rfs/hhu068

Imran, M. (2021). Market premium and macroeconomic factors as determinants of industry premium: Evidence from emerging economies. *Complexity, 2021*, Article 5534856. https://doi.org/10.1155/2021/553485

Khudoykulov, K. (2020). Asset-pricing models: A case of Indian capital market. *Cogent Economics & Finance, 8*(1), 1832732. https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1832732

Leite, A. L., Klotzle, M. C., Pinto, A. C. F., & da Silva, A. F. (2018). Size, value, profitability, and investment: Evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review, 36*, 45–59.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics, 47*(1), 13–37.

Ma, X., Lu, X., Liu, J., & Huang, D. (2022). Macroeconomic attention and stock market return predictability. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 79*, 101603. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101603

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance, 7*(1), 77–91. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica, 34*(4), 768–783. https://doi.org/10.2307/1910098

Rashid, A., Fayyaz, M., & Karim, M. (2019). Investor sentiment, momentum, and stock returns: An examination for direct and indirect effects. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja, 32*(1), 2638–2656. https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1650652

Salhin, A. F. S., Sherif, M., & Jones, E. (2016). Managerial sentiment, consumer confidence and sector returns. *International Review of Financial Analysis, 47*, 24–38. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.06.009

Stambaugh, R. F., & Yuan, Y. (2017). Mispricing factors. *The Review of Financial Studies, 30*(4), 1270–1315. https://doi.org/10.1093/rfs/hhw107

Titman, S., Wei, K. C. J., & Xie, F. (2010). Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45*(3), 677–700. https://doi.org/10.1017/S0022109000003173

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance, 19*(3), 425–442. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x

Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)