



**ANALISIS PENGUJIAN HIPOTESIS PASAR EFISIEN PADA
INDEKS JII, MANUFACTURE, INFRASTRUCTURE,
MINING, DAN MISCELLANEOUS DI
BURSA EFEK INDONESIA (BEI)
PERIODE 2015-2020**

Samuel Pratama
Dr. Said Kelana Asnawi, S.E.,M.M.
Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie
Jl. Yos Sudarso Kav. 87, Jakarta 14350

Abstrak

Zaman yang terus berkembang membuat kebutuhan akan uang semakin tinggi dibanding zaman dahulu salah satu cara yang banyak digunakan untuk menambah penghasilan adalah dengan berinvestasi di pasar modal. Namun, harga-harga saham di pasar modal pergerakannya adalah tidak stabil, untuk itu penting untuk meneliti tentang kondisi pasar. menurut teori *Efficient Market Hypothesis*, harga-harga akan mencerminkan semua informasi dan tidak dapat diprediksi. Maka dari itu penelitian ini akan menguji efisiensi pasar dengan melihat pengaruh return sebelumnya serta volume perdagangan terhadap return, juga apakah kedua variabel tersebut dapat saling menguatkan. Objek penelitian ini adalah indeks *JII, Manufacture, Infrastructure, Mining, dan Miscellaneous*. Sampel diambil dengan teknik *judgement sampling*, sampel ini diambil dari situs resmi BEI. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dengan bantuan SPSS versi 26.0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa indeks-indeks yang diteliti adalah tidak efisien, lalu Volume perdagangan juga tidak berpengaruh terhadap return pada semua semua indeks kecuali JII. Volume perdagangan juga tidak terbukti mampu menguatkan pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini. Pada periode tambahan (2020) ada sedikit perubahan pengaruh return sebelumnya dan volume perdagangan terhadap return pada setiap indeksnya berbeda-beda, investor dapat memperhatikan secara rinci untuk setiap indeksnya dalam berinvestasi.

Kata Kunci: *Efficient Market Hypothesis, return, volume* perdagangan, pandemi.

Abstract

The era that continues to develop makes the need for money higher than in the past, one way that is widely used to increase the income is by investing in the capital market. However, stock prices in the capital market are unstable, so it is important to study about market conditions. According to the Efficient Market Hypothesis, prices will reflect all information and cannot be predicted. Therefore, this study will examine market efficiency by looking at the effect of previous returns and trading volume on returns, as well as whether the two variables can be mutually reinforcing. The object of this research is JII, Manufacture, Infrastructure, Mining, and Miscellaneous Index. Samples were taken using judgement sampling technique, samples were taken from the IDX official website. The data analysis technique used is multiple linear regression analysis with the help of SPSS version 26.0. The results showed that the indices studied were inefficient, then trading volume also had no effect on the returns of all indexes except JII. Trading volume is also not proven to be able to strengthen the effect of the previous day's return on today's return. In the additional period (2020) there is a slight change in the effect of previous returns and trading volume on today's returns. In conclusion, the effect of previous returns and trading volume on returns on each index is different, investors can pay attention in detail to each index in investing.

Keywords: *Efficient Market Hypothesis, return, trading volume, pandemic.*

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mengemukakan sumber.

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Pendahuluan

Zaman yang berkembang membuat segala sesuatunya menjadi instan, cepat dan mudah, namun membutuhkan uang sebagai gantinya. Dibanding zaman dahulu yang bahkan tidak perlu uang untuk hidup, melainkan kebutuhan pokok saja, zaman sekarang bisa dibilang yang dibutuhkan adalah uang, karena dengan uang itulah orang dapat membeli kebutuhan pokoknya. Salah satu cara menambah penghasilan yang banyak digemari oleh orang-orang saat ini, bahkan tidak hanya untuk orang kota adalah berinvestasi di pasar modal, sebab caranya mudah, praktis, bisa dilakukan dari mana saja selama jam perdagangan, serta memiliki tingkat *return* yang cukup tinggi. Namun, berinvestasi di pasar modal memang hingga saat ini masih banyak pro dan kontranya, banyak yang mengatakan bahwa risikonya besar, tidak tahu harus pilih saham yang mana, dan kondisi pasarnya seperti apa. Maka dari itu penting untuk mengetahui bagaimana kondisi pasar modal tersebut. Pada penelitian yang menguji efisiensi pasar, memang ada semacam persyaratan (asumsi) yang harus dipenuhi agar pasarnya dapat dikatakan efisien, asumsi tersebut adalah berkaitan dengan informasi dan perilaku investor, apakah informasi sudah menyebar sempurna dan apakah seluruh investornya berlaku rasional. Ada banyak hal yang mempengaruhi pergerakan harga (dan kemudian *return*) di pasar modal, namun salah satu faktor yang paling mudah dilihat dan hubungannya cukup dekat dengan harga adalah volume perdagangan. Selain karena berhubungan dengan harga, volume perdagangan juga penting untuk diperhatikan karena volume ini dapat menjadi indikator likuiditas suatu saham. Meneliti tentang volume juga penting karena masih ada penelitian-penelitian yang hasilnya masih bertentangan mengenai pengaruh volume terhadap *return*. Jadi penelitian ini akan menguji efisiensi pasar dengan cara melihat pengaruh *return* sebelumnya dan volume perdagangan terhadap *return* hari ini. Melihat ada dua hal/variabel yang diduga memiliki pengaruh terhadap *return* hari ini, maka ada baiknya juga melihat apakah kedua variabel tersebut saling menguatkan atau tidak, agar nantinya dapat diperhatikan bahkan ditindaklanjuti oleh para pemangku kepentingan. Penelitian ini dibuat bersama-sama dengan dua orang rekan peneliti dan seorang dosen pembimbing. Objek dalam penelitian ini adalah indeks-indeks sektoral yang dikeluarkan BEI (sembilan sektor) ditambah dengan IHSG, LQ45, Jakarta Islamic Index, dan Manufacture Index.

Kajian Pustaka

Random Walk Theory. Teori ini pertama kali ditemukan oleh Maurice Kendall pada tahun 1953. Teori ini mengemukakan bahwa pergerakan harga di pasar pada dasarnya adalah acak dan tidak dapat diprediksi (pasar yang dimaksud adalah pasar saham/modal). Malkiel (2003) menyatakan bahwa random walk ini adalah teori yang berlaku di pasar saham yang mengatakan bahwa harga saham di pasar tersebut tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga ke depannya sebab pergerakan harganya ini adalah acak (random), dan peluang harga sahamnya naik sama dengan peluang harganya turun. Kendall dalam Samsul (2018) menjelaskan bahwa pasar saham yang mengikuti pola random walk banyak dipengaruhi oleh “animal spirit”, yakni psikologi pasar yang banyak mengikuti aturan yang tidak logis.

Efficient Market Hypothesis. Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970. Teori ini mengemukakan bahwa dalam pasar yang efisien, harga-harga di pasar mencerminkan secara penuh semua informasi yang ada. Adapun asumsi-asumsi yang harus terpenuhi agar pasar efisien dapat terbangun menurut Gumanti & Utami, (2002):

- a. Banyak terdapat investor rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham. Investor-investor ini adalah price taker, artinya pelaku itu sendiri tidak akan dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
- b. Tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama (tidak jauh berbeda).

1. Ditaring mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber.
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

- c. Informasi diperoleh dalam bentuk acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain.
- d. Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Selanjutnya, Fama juga mengklasifikasikan pasar efisien ke dalam tiga bentuk, yakni:

- a. Efisiensi pasar bentuk lemah: Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah ini apabila harga-harga sahamnya mencerminkan secara penuh informasi masa lalu, informasi yang sudah terjadi.
- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat: Pasar bisa dikatakan dalam bentuk setengah kuat apabila harga-harganya secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia secara publik (masa lalu ditambah saat ini), misalnya informasi pada laporan keuangan emiten, berita tentang akuisisi, regulasi baru dari pemerintah, dan lain-lain.
- c. Efisiensi pasar bentuk kuat: Pasar dapat dikatakan dalam bentuk ini apabila harga-harga saham di dalamnya mencerminkan secara penuh seluruh informasi yang tersedia, termasuk juga yang sifatnya rahasia.

Market Anomaly. Jones (1996) mendefinisikan anomali pasar (market anomaly) sebagai teknik yang nampaknya berlawanan dengan konsep pasar efisien. Pada pasar di mana terjadi anomali, terjadi pola pergerakan harga saham yang berulang pada waktu-waktu tertentu, hal ini mengakibatkan investor dapat memiliki abnormal return, sebab pola pergerakannya tidak lagi acak dan dapat diprediksi. Anomali ini terjadi karena memang ada hal-hal tertentu yang mendorong harga saham menjadi naik atau turun pada waktu-waktu tertentu, dan terus berulang.

Insider Trading. Insider trading, sesuai namanya, artinya adalah aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh orang-orang dalam perusahaan. Orang-orang dalam perusahaan tentu mengetahui lebih jelas dan pasti tentang apa yang terjadi dengan perusahaan mereka, apakah membaik atau memburuk, dengan begitu mereka dapat memprediksi pergerakan harga saham ke depannya, dan bisa mendapatkan abnormal return dari hal tersebut. Hartono (2017:662) dalam bukunya mengistilahkan orang dalam tersebut dengan corporate insider, serta menjelaskan siapa saja yang termasuk corporate insider tersebut. Mereka adalah pejabat perusahaan, manajemennya, direksinya dan/atau pemegang saham mayoritasnya yang mempunyai informasi privat.

Return Saham. Return merupakan hal yang diinginkan dan tidak jarang menjadi tujuan utama dalam berinvestasi. Suryani (2019) mengatakan bahwa return merupakan keuntungan yang dinikmati investor atas investasi saham yang dilakukannya. Semakin tinggi return sebuah sekuritas cenderung diikuti dengan risiko yang semakin tinggi pula.

Volume perdagangan. Suryani (2019) mengatakan bahwa volume perdagangan merupakan penjumlahan dari setiap transaksi yang terjadi di Bursa pada waktu tertentu untuk mengetahui tingkat likuiditas saham dan akan berpengaruh pada pergerakan saham. Jadi, volume perdagangan adalah volume yang dapat digunakan untuk mengukur likuiditas suatu saham. Pada BEI dalam situs idx.co.id, volume perdagangan bisa diukur melalui tiga cara, yakni: nilai rupiah yang dijual-belian (value), banyaknya saham yang ditransaksikan (volume), serta frekuensi perdagangan (frequency).

Volume perdagangan yang memoderasi return satu hari sebelumnya. Sudah ada beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa volume memiliki pengaruh terhadap return, misalnya adalah penelitian Christiana et al., (2016) yang mengatakan bahwa ada hubungan yang positif antara return dengan volume, terutama di pasar yang bull (pasar yang harga-harga sahamnya meningkat). Selain itu, ada juga data yang mendukung hal tersebut yakni data historis dari BEI yang menunjukkan bahwa pada tanggal 26-27 Maret 2020 terlihat ada peningkatan volume perdagangan yang signifikan dan diikuti dengan kenaikan return yang signifikan pula. Lalu pada pasar yang tidak efisien, maka return



sebelumnya juga berpengaruh terhadap return. Kedua hal/variabel tersebut sama-sama memiliki pengaruh terhadap return, artinya kedua hal/variabel tersebut bisa menguatkan/memoderasi satu sama lain. Dengan demikian, dapat diuji apakah volume dapat memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini.

Sesuai dengan Efficient Market Hypothesis maka harga-harga saham pada pasar akan membentuk pola acak yang tidak dapat diprediksi, artinya tidak dipengaruhi oleh variabel apapun. Maka menurut teori tersebut return satu hari sebelumnya ini tidak berpengaruh terhadap return hari ini, dan itu menjadi hipotesis nolnya. Jadi, hipotesis nol dalam penelitian ini adalah pasarnya dalam bentuk efisien. Lalu, ada juga fakta yang menunjukkan harga-harga cenderung mengalami kenaikan dari waktu ke waktu, sehingga sebagai hipotesis alternatifnya, return satu hari sebelumnya berpengaruh positif terhadap return hari ini.

H1: Return satu hari sebelumnya berpengaruh positif terhadap return hari ini.

Pengaruh return dua hari sebelumnya terhadap return hari ini.

Sama halnya seperti return satu hari sebelumnya, begitupun dengan variabel ini, hipotesis nol dalam penelitian ini adalah bahwa pasar dalam bentuk efisien sehingga hipotesis alternatifnya pasar dalam bentuk tidak efisien serta ada kecenderungan harga-harga selalu naik sehingga return dua hari sebelumnya berpengaruh positif terhadap return hari ini.

H2: Return dua hari sebelumnya berpengaruh positif terhadap return hari ini.

Pengaruh volume perdagangan terhadap return hari ini.

Volume (Value) seperti yang telah dijelaskan dalam Landasan Teoritis merupakan akumulasi dari perkalian harga-harga saham yang berubah-ubah dengan jumlah lembar saham yang diperjualbelikan di masing-masing harga. Berarti bila harga naik (return akan naik juga), volume ini akan cenderung naik juga. Hal ini juga berhubungan dengan fakta bahwa dari waktu ke waktu, selalu ada kecenderungan kenaikan harga-harga, lalu pertumbuhan ekonomi, juga ada gairah investor untuk bertransaksi apabila ada informasi yang membuat harga saham naik. Volume perdagangan yang tinggi juga merupakan kabar baik bagi investor. Maka dari itu, semakin tinggi volume perdagangan maka hal itu mendorong return semakin tinggi pula.

H3: Volume Perdagangan berpengaruh positif terhadap return hari ini

Peran volume perdagangan dalam memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini.

Seperti yang telah kita lihat pada landasan teori, kedua variabel tersebut dapat saling memoderasi dalam pikiran investor. Bila investor melihat sebuah saham return kemarinnya itu naik, serta volumenya pada hari ini adalah tinggi, maka hal tersebut secara bersama-sama dapat memberikan euforia dalam pikiran investor dan membuat saham tersebut terlihat memiliki citra yang baik, sehingga dapat mendorong investor untuk membeli saham tersebut (dengan begitu menaikkan harga dan return). Maka dari itu volume perdagangan mampu memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini.

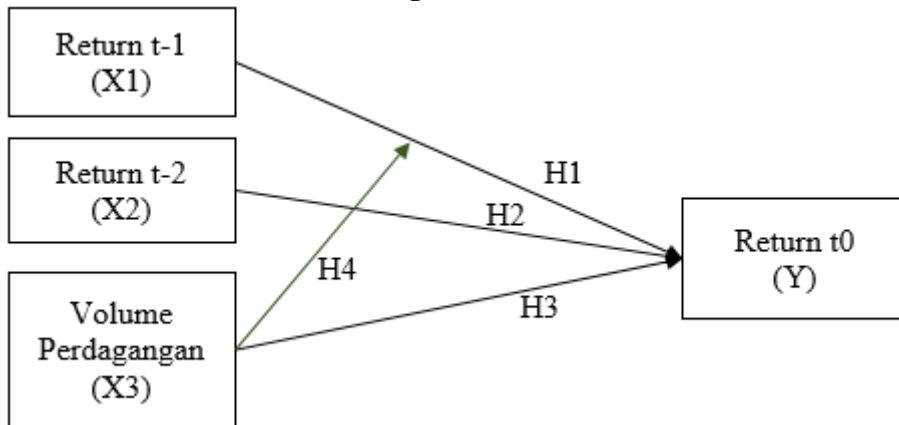
H4: Volume Perdagangan memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini.





Adapun bila dibuat gambar, kerangka pemikirannya adalah sebagai berikut:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Metode Penelitian

Obyek Penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah Indeks JII, Manufacture, Infrastructure, Miscellaneous, dan Mining di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang diambil dari indeks-indeks tersebut adalah data Indeks Harga dan volume perdagangan (value) harian dari tahun 2015-2020. Data Indeks Harga ini kemudian dihitung menjadi return harian. Penelitian ini merupakan penelitian asosiatif kausal.

Variabel Penelitian. Adapun variabel dalam penelitian ini adalah:

1. **Variabel Terikat:** Variabel Terikat dalam penelitian ini adalah return indeks. Return yang dimaksud adalah capital gain atau capital loss berdasarkan time series. Pada penelitian ini, return-return yang digunakan adalah return indeks harian, yang didapat dari perhitungan indeks harga penutupan (close) setiap hari perdagangan dari 2015-2020. Adapun rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$R_{t0} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Di mana:

- R_{t0} = Return saham indeks pada hari ini
- P_t = Harga (Price) penutupan indeks saham pada hari t
- P_{t-1} = Harga (Price) penutupan indeks saham pada 1 hari kerja sebelum t

Selanjutnya, untuk memudahkan peneliti melihat dan mengolah data, return-return ini dikali dengan 100 dan diberi satuan persen.

2. **Variabel Bebas**

- a. **Return t-1:** Return t-1 (R_{t-1}) adalah return satu hari perdagangan sebelumnya dari t₀, yakni saat dimana ingin ditentukan besarnya. Untuk mendapatkan besarnya itu adalah dengan menurunkan satu hari kerja dari tiap-tiap return yang telah dicari duluan, misal untuk return t-1 dari hari Jumat adalah return hari Kamis.
- b. **Return t-2:** Return t-2 (R_{t-2}) adalah return dua hari perdagangan sebelumnya dari t₀, yakni saat dimana ingin ditentukan besarnya. Untuk mendapatkan besarnya itu adalah dengan menurunkan dua hari kerja dari tiap-tiap return yang telah dicari duluan, misal untuk return t-2 dari hari Jumat adalah return hari Rabu.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



- c. **Volume Perdagangan:** Volume Perdagangan adalah Volume dalam Rupiah (value) dari aktivitas jual-beli saham. Volume Perdagangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah Volume Perdagangan harian.
3. **Variabel Moderasi:** Variabel Moderasi dalam penelitian ini adalah Volume, dan yang dimoderasikan adalah return satu hari kerja sebelumnya (R_{t-1}) terhadap return saat di mana ingin dihitung (R_t). Untuk perhitungannya dilakukan dengan mengalikan volume dengan return t-1. Dalam penelitian ini, yang dimaksud dengan memoderasi jika koefisien dari hasil analisisnya positif.

Sampel Diambil dengan teknik judgement Sampling, data dikumpulkan dengan teknik Observasi dari situs resmi BEI (idx.co.id) dan dunia investasi.

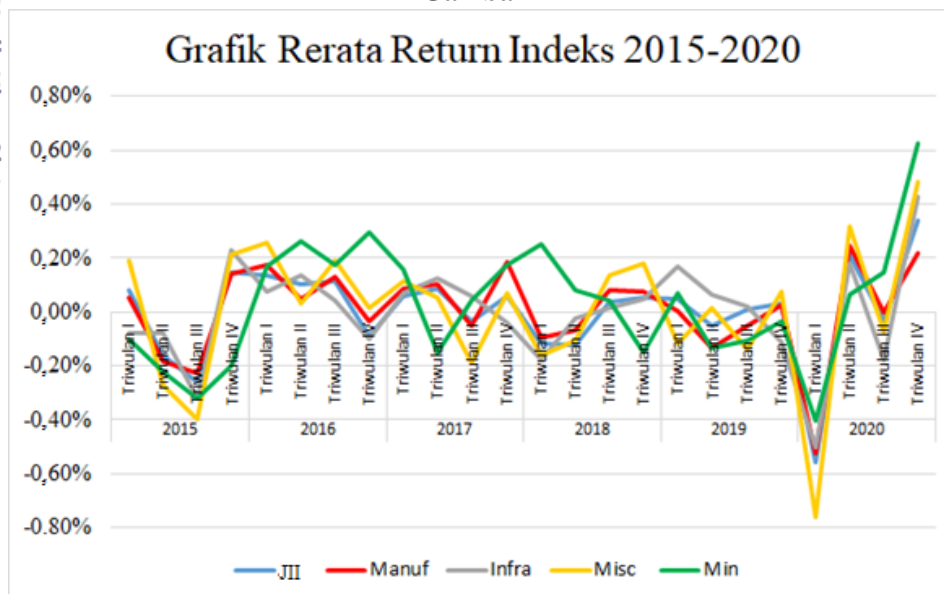
Teknik Analisis Data: Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan bantuan software SPSS versi 26.0. Analisis regresi ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen.

Hasil dan Pembahasan

Analisis Deskriptif:

1. Untuk Return Indeks 2015-2020

Gambar 2



Sumber: Data diolah

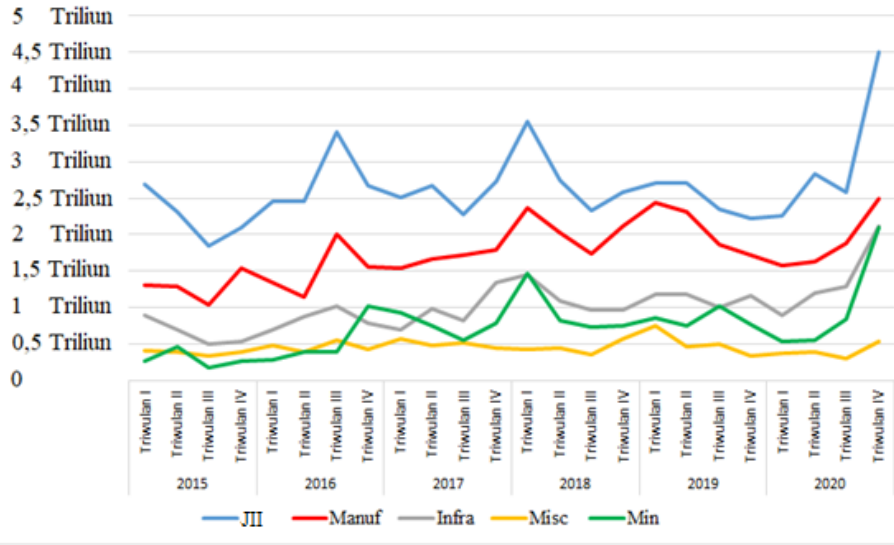
Dari Grafik di atas dapat terlihat bahwa kelima indeks yang diteliti memiliki pola pergerakan return yang hampir sama, kecuali untuk indeks Mining. Perbedaannya yang paling terlihat ada di Triwulan IV 2015, Triwulan IV 2016, Triwulan I 2018, dan Triwulan III 2020 di mana indeks-indeks yang lain terlihat seakan sepakat untuk berada di posisi tertentu sedangkan Mining ini berbeda sendiri. Bila kita melihat komposisi dari indeks-indeks yang seakan sepakat tersebut, sebetulnya memang ada beberapa yang sama, jadi memang cukup wajar bila ada kemiripan return.



2. Untuk Volume Perdagangan Indeks 2015-2020:

Gambar 3

Grafik Rerata Volume Perdagangan Indeks 2015-2020



Sumber: Data diolah

Dari grafik di atas, terlihat bahwa jelas dari waktu ke waktu Indeks JII dan Manufacture selalu lebih tinggi dari ketiga indeks lainnya, sebab kriteria/kategori dari indeksya adalah konsisten, sehingga komposisinya pun dari waktu ke waktu hampir sama. Terkait polanya, polanya pun juga hampir sama untuk semua indeks di atas, kecuali indeks Miscellaneous. Perbedaannya paling terlihat pada Triwulan I 2018 di mana indeks-indeks lainnya mengalami kenaikan namun Miscellaneous cenderung rata saja.

Hasil Penelitian

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



1. Untuk Jakarta Islamic Index (JII)

Tabel 1

Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Hari Ini pada Indeks JII

Var	2015-2019						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	-0,209		0,011	0,006	0,010	3,107	2,011
RETURN T-1	-0,144	-0,144	0,062	0,031**			
RETURN T-2	-0,055	-0,055	0,057	0,029**			
VOLUME PERDAGANGAN	0,000085	0,090	0,004	0,002*			
VOL*RETURN T-1	0,000047	0,136	0,081	0,041**			
Var	2020						
B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW	
C	-0,659		0,035	0,018	0,031	1,880	1,933
RETURN T-1	0,006	0,006	0,972	0,486			
RETURN T-2	-0,105	-0,105	0,106	0,053***			
VOLUME PERDAGANGAN	0,0002120	0,151	0,023	0,012**			
VOL*RETURN T-1	-0,0000009	-0,003	0,986	0,493			

Sumber: Output SPSS

Keterangan:

- *. Signifikan pada α 1%
- ** Signifikan pada α 5%
- *** Signifikan pada α 10%

Pada indeks ini terlihat pada periode 2015-2019, seluruh variabel bebasnya adalah berpengaruh signifikan terhadap return hari ini. Hal ini sangat bertentangan sepenuhnya dengan Random Walk Theory, karena berarti return hari ini dapat diprediksi dan tidaklah acak. Hal ini juga bertentangan dengan Efficient Market Hypothesis, sebab bila ada variabel yang berpengaruh terhadap return seperti ini, itu artinya masih ada investor yang dapat mengalahkan pasar (mendapat return lebih besar dari return rata-rata) serta belum semua pelaku pasar mencerminkan informasi/variabel tersebut secara penuh (fully reflect). Sebab bila sudah tercermin secara penuh, informasi/variabel tersebut akan kehilangan nilainya dan saat diuji secara statistik seperti ini, informasi/variabel tersebut tidak akan memiliki pengaruh terhadap return.

Dari tabel di atas kita dapat melihat juga bahwa Return satu dan dua hari sebelumnya memiliki koefisien yang negatif, ini artinya bila return satu dan dua hari sebelumnya ini bernilai positif, maka variabel-variabel tersebut akan mendorong return hari ini menjadi bernilai negatif dan sebaliknya. Hal ini dapat terjadi karena para investor pada indeks ini dalam periode 2015-2019 ini merespon

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber. Hak cipta Ditinjau Undang-Undang. Hak cipta milik IBIKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie).
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
 2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



bahwa return positif yang terjadi satu dan dua hari sebelumnya merupakan berita buruk, sehingga mereka melakukan aksi jual, dan/atau menghindari saham-saham pada sektor ini dan sebaliknya.

Untuk variabel Volume Perdagangan, pengaruhnya adalah positif dan signifikan, ini artinya semakin ramai Volume Perdagangan, maka akan semakin besar pula return hari ini. Pengaruh Volume Perdagangan yang sangat signifikan terhadap return ini kemungkinan terbentuk karena pada indeks ini investor sudah memperhatikan Volume Perdagangan dengan cukup cermat, mereka suka untuk ikut membeli saham yang sedang ramai di pasar, sehingga harganya terus naik dan returnnya naik pula. Meski begitu, karena pengaruh dari return satu hari sebelumnya adalah negatif, maka belum dapat dilihat saling menguatkannya (moderasi) antara variabel return satu hari sebelumnya dan Volume Perdagangan ini, karena yang disebut memoderasi adalah kalau kedua variabel dan hasil moderasinya adalah berpengaruh positif.

Pada periode 2020 yang terimbas pandemi ini terlihat bahwa ada perbedaan pengaruh dari variabel-variabel bebas terhadap return hari ini. Meski begitu, hal ini juga tetaplah tidak sesuai dengan Random Walk Theory maupun Efficient Market Hypothesis, sebab tetap saja ada variabel bebas yang mempengaruhi return hari ini. Terkait variabel moderasi ada satu hal yang nampaknya masih menjadi tanda tanya, yakni return satu hari sebelumnya serta volume perdagangan ini secara parsial pengaruhnya positif terhadap return hari ini, namun saat diuji apakah kedua variabel ini saling menguatkan, ternyata hasilnya malah negatif. Ini artinya kedua variabel tersebut tidak saling menguatkan dan tidak sesuai hipotesis. Hal ini bisa terjadi karena para investor melihat variabel-variabel tersebut secara sendiri-sendiri dan bukan di kait-kaitkan atau digabungkan untuk menganggapnya sebagai pertanda baik dalam memprediksi arah return.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



2. Untuk *Manufacture Index*

Tabel 2

Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Hari Ini pada Indeks Manufacture

Var	2015-2019						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	-0,019		0,708	0,354	0,003	1,005	2,007
RETURN T-1	-0,023	-0,023	0,588	0,294			
RETURN T-2	-0,048	-0,048	0,096	0,048**			
VOLUME PERDAGANGAN	0,00002	0,025	0,389	0,195			
VOL*RETURN T-1	0,000000975	0,002	0,957	0,479			
Var	2020						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	-0,536		0,079	0,040**	0,022	1,33	1,934
RETURN T-1	-0,011	-0,011	0,952	0,476			
RETURN T-2	-0,083	-0,083	0,202	0,101			
VOLUME PERDAGANGAN	0,000270	0,123	0,066	0,033**			
VOL*RETURN T-1	0,000012	0,025	0,894	0,447			

Sumber: Output SPSS

Keterangan:

- *. Signifikan pada α 1%
- ** Signifikan pada α 5%
- *** Signifikan pada α 10%

Pada indeks ini, terlihat bahwa untuk periode 2015-2020 koefisien dari return t-1 dan t-2 adalah minus, namun yang signifikan hanyalah return t-2. Artinya bila return dua hari sebelumnya positif, maka return hari ini cenderung akan menjadi negatif dan begitu pula sebaliknya. Untuk Volume Perdagangan nampaknya tidak berpengaruh terhadap return hari ini, dan Volume Perdagangan ini tidak memoderasi pengaruh antara return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini sebab variabel moderasinya ini adalah tidak berpengaruh (hasil moderasinya adalah tidak signifikan) meski secara tanda sudah benar. Hal ini sudah hampir selaras dengan Random Walk Theory, sebab returnnya ini cukup acak dan cenderung tidak dapat diprediksi oleh variabel-variabel yang diteliti. Melihat bahwa hanya ada satu variabel yang berpengaruh terhadap return hari ini ditambah R square yang juga hanya sebesar 0,3%, itu artinya indeks ini hampir bisa dikatakan sudah efisien. R square yang kecil itu artinya informasi/variabel-variabel bebas yang diteliti ini hanya mempengaruhi return hari ini sebesar 0,3%, yang mana ini dapat diakibatkan oleh karena informasi/variabel-variabel bebas tersebut sudah tercermin secara penuh dan menjadi kehilangan nilainya.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber. Hak cipta dimiliki IBIKKG (Institusi Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie) dan dilindungi Undang-Undang. Hak cipta dilindungi Undang-Undang.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Hak cipta milik IBIKKG (Institusi Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie) dan dilindungi Undang-Undang.



Melihat bahwa return t-1 tidak signifikan sedang return t-2 signifikan, itu bisa diartikan bahwa para investor pada sektor ini sebenarnya sudah cukup memperhatikan return sebelumnya, namun bukan yang satu hari sebelumnya saja, bisa jadi dua atau beberapa hari sebelumnya. Untuk Volume Perdagangan yang koefisiennya positif namun tidak signifikan ini, hal itu dapat berarti kebanyakan investor tidak melihat volume perdagangan sebagai alat penduga return, jadi Volume Perdagangan ini arahnya sudah positif, namun belum cukup bukti bahwa variabel ini berpengaruh.

Pada periode selanjutnya, terlihat ada perbedaan dengan periode sebelumnya. Return dua hari sebelumnya menjadi tidak signifikan terhadap return hari ini, itu bisa jadi karena di masa yang terimbas pandemi ini para investor banyak lebih memperhatikan faktor-faktor lain dalam memprediksi return, atau bisa juga mereka memperluas rentang waktu dalam memprediksi return. Variabel Volume Perdagangan pun menjadi signifikan pada α 5% dengan koefisien positif, itu bisa jadi investor lebih merespon kenaikan Volume Perdagangan dengan lebih cepat dan dianggap sebagai berita baik, sehingga menaikkan harga saham dan kemudian menaikkan return. Meski berpengaruh positif signifikan, namun nampaknya variabel Volume Perdagangan ini tidak memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini.

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



3. Untuk *Infrastructure Index*

Tabel 3

Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Hari Ini pada Indeks Infrastructure

Var	2015-2019						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	-0,04		0,562	0,281	0,014	4,255	2,002
RETURN T-1	-0,143	-0,143	0,052	0,026**			
RETURN T-2	-0,104	-0,104	0,000	0,000*			
VOLUME PERDAGANGAN	0,000052	0,024	0,421	0,211			
VOL*RETURN T-1	0,000112	0,125	0,094	0,047**			
Var	2020						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	-0,658		0,018	0,009*	0,055	3,386	1,928
RETURN T-1	0,173	0,173	0,243	0,122			
RETURN T-2	-0,175	-0,175	0,007	0,004*			
VOLUME PERDAGANGAN	0,000477	0,181	0,009	0,005*			
VOL*RETURN T-1	-0,000108	-0,169	0,267	0,134			

Sumber: Output SPSS

Keterangan:

- *. Signifikan pada α 1%
- **. Signifikan pada α 5%
- ***. Signifikan pada α 10%

Pada periode pertama sektor ini, terlihat ada dua variabel yang signifikan dan sama-sama dalam α 5%, yakni variabel return satu hari sebelumnya dan Volume Perdagangan yang memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya, serta ada satu variabel yang signifikan bahkan pada tingkat α 1% yakni return dua hari sebelumnya. Jadi dapat dikatakan bahwa bila return satu dan dua hari itu positif, maka return hari ini cenderung akan menjadi negatif serta sebaliknya. Hal ini bisa diakibatkan karena para investor dalam sektor ini merespon bahwa bila return beberapa hari sebelumnya positif maka itu bisa jadi pertanda buruk bahwa return selanjutnya menjadi berbalik negatif, atau mereka curiga ada sesuatu yang tidak baik apabila return terus naik, maka mereka melakukan aksi jual saham yang kemudian menyebabkan harga indeks turun dan kemudian return indeks turun. Bila hanya melihat variabel return sebelumnya saja (seperti halnya pengujian hipotesis pasar efisien terdahulu sebelum tahun 1970), maka dari itu saja sudah dapat dikatakan bahwa pasarnya tidak efisien, sebab jika hipotesis pasar efisien ini benar, maka harusnya harga/return masa lalu tidak berhubungan dengan harga/return masa kini, padahal pada tabel di atas ditemukan bahwa return masa lalu dapat mempengaruhi return hari ini (return hari ini dapat diprediksi oleh return sebelumnya). Selanjutnya untuk variabel Volume Perdagangan nampaknya belum cukup bukti pengaruhnya terhadap return

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Infrastructure

Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



hari ini dan Volume Perdagangan ini jelas tidak memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini sebab koefisien dari return satu hari sebelumnya adalah negatif.

Pada periode selanjutnya, nampaknya ada sedikit perbedaan pada pengaruh return sebelumnya terhadap return hari ini, return satu hari sebelumnya menjadi berpengaruh positif tidak signifikan, sedang return dua hari sebelumnya masih tetap berpengaruh negatif signifikan bahkan pada α 1%. Ini bisa berarti bahwa para investor dalam pandemi ini lebih melihat return sebelumnya dalam jangka waktu yang lebih panjang dari pada hanya satu hari sebelumnya. Variabel Volume Perdagangan dalam pandemi di sektor ini juga menjadi signifikan. Ini bisa berarti ada perubahan perilaku investor yang tadinya kurang memperhatikan Volume Perdagangan dalam bertransaksi kemudian pada saat pandemi menjadi memperhatikan Volume Perdagangan. Selanjutnya untuk variabel ini juga tidak memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini, sebab koefisien dari hasil moderasinya (X4) adalah negatif.

Selanjutnya, pola perubahan Volume Perdagangan yang pada periode 2015-2019 adalah berpengaruh positif tidak signifikan menjadi positif signifikan pada periode 2020 adalah mirip seperti indeks Manufacture. Jadi selayaknya indeks tersebut, para investor dapat memanfaatkan kondisi ini ke depannya di mana pandemi masih berdampak pada pasar modal, sebab kemungkinan besar kondisi pasar modal pada masa pandemi adalah sama. Pemerintah juga hendaknya lebih memperhatikan variabel volume perdagangan ini pada masa pandemi, sebab bila mereka berhasil membuat volume perdagangan semakin ramai, di mana volume perdagangan ini memiliki pengaruh positif terhadap return hari ini, itu artinya mereka dapat membuat para investor lebih sejahtera, membuat pasar modal lebih menjanjikan, serta mendapatkan lebih banyak pajak dari return tersebut. Cara pemerintah memanfaatkan pengaruh volume perdagangan ini dapat dengan menambah waktu perdagangan, dengan menetapkan aturan batas atas, memperbarui besaran lot (sehingga investor dengan dana yang sedikit dapat tetap membeli sahamnya), dan lain-lain.



4. Untuk Mining Index

Tabel 5
Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Hari Ini pada Indeks Mining

Var	2015-2019						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	-0,026		0,582	0,291	0,007	2,102	1,994
RETURN T-1	0,001	0,001	0,988	0,494			
RETURN T-2	-0,011	-0,011	0,702	0,351			
VOLUME PERDAGANGAN	0,00005936	0,037	0,203	0,102			
VOL*RETURN T-1	0,00008577	0,072	0,191	0,096***			
Var	2020						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	-0,308		0,052	0,026**	0,068	4,299	2,004
RETURN T-1	0,226	0,226	0,017	0,009*			
RETURN T-2	-0,037	-0,037	0,567	0,284			
VOLUME PERDAGANGAN	0,000473	0,268	0,000	0,000*			
VOL*RETURN T-1	-0,000197	-0,291	0,004	0,002*			

Sumber: Output SPSS

Keterangan:

- *. Signifikan pada α 1%
- ** Signifikan pada α 5%
- *** Signifikan pada α 10%

Pada indeks ini baru terlihat volume perdagangan yang memoderasi (menguatkan) pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini sesuai dengan teori. Pengaruh return satu hari sebelumnya secara parsial terhadap return hari ini masih belum cukup bukti, begitupun dengan volume perdagangan yang hampir cukup bukti. Dengan memoderasi satu sama lain, pengaruhnya menjadi positif signifikan. Hal ini selaras dengan teori, memoderasi sendiri berarti memperkuat, jadi pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat yang secara parsial yang belum cukup bukti bisa jadi cukup bukti dengan saling menguatkan ini. Ini bisa berarti para investor dalam sektor ini sudah memperhatikan return satu hari sebelumnya, bila itu positif mereka cenderung meresponnya sebagai kabar baik/positif, namun responnya itu belum benar-benar kuat, begitupun dengan variabel volume perdagangan, bila Volume Perdagangannya tinggi, hal ini direspon cukup baik pula oleh para investor sehingga informasi/variabel ini hampir cukup bukti (hampir signifikan pada α 10%) mempengaruhi return hari ini. Lalu begitu para investor ini melihat bahwa return satu hari sebelumnya positif sekaligus transaksi hari ini ramai, maka hal itu akan ditangkap investor



Hak cipta milik IBIKKS dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber.
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKS.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKS.



sebagai gabungan kabar baik dan menaikkan gairah mereka untuk kemudian membeli saham pada indeks ini sehingga harganya naik dan membuat returnnya naik pula.

Untuk return sebelumnya, baik yang satu hari maupun dua hari sebelumnya kedua-duanya ini terlihat belum cukup bukti berpengaruh terhadap return hari ini. Hal itu dapat diakibatkan oleh para investor yang sudah menjadi seperti pelaku pasar efisien, sebab artinya pergerakan harga dan return sahamnya tidak dipengaruhi oleh variabel apapun, atau bisa juga investor pada sektor ini adalah kurang menganggap penting return sebelumnya. Dengan melihat variabel-variabel bebas kecuali variabel moderasinya, hal ini sudah mengindikasikan bahwa pasarnya hampir efisien, sebab tidak ada satupun yang berpengaruh signifikan terhadap return hari ini. hal inipun didukung oleh R square yang bernilai 0,7% yang artinya variabel-variabel bebas yang diteliti ini hanya memiliki porsi yang kecil sekali dalam mempengaruhi variabel terikat, nampaknya hal tersebut karena informasi/variabel-variabel tersebut sudah tercermin dengan baik sampai-sampai mereka kehilangan nilainya.

Selanjutnya, pada periode 2020 yang terimbas pandemi ini, terlihat ada perbedaan pengaruh variabel-variabel tersebut, pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini yang pada periode sebelumnya positif namun jauh dari signifikan, pada periode ini menjadi sangat signifikan (pada $\alpha = 1\%$) dengan tanda yang sama (tetap positif). Artinya para investor dalam periode 2020 ini lebih memperhatikan return sebelumnya dalam memprediksi return, yang berarti pasarnya menjadi lebih tidak efisien dibanding periode sebelumnya. Jadi bila return kemarin itu positif, maka para investor akan meresponnya sebagai kabar baik, dan ikut membeli saham yang returnnya positif itu. Untuk return dua hari sebelumnya sudah ada pengaruh negatif namun belum cukup bukti bahwa variabel ini berpengaruh, dan untuk variabel Volume Perdagangan kali ini adalah sangat signifikan (pada $\alpha = 1\%$).

Selanjutnya mengenai moderasi, secara teori bila variabel yang satu sudah positif signifikan, dan yang satunya lagi sudah positif signifikan maka harusnya mereka bisa saling menguatkan pengaruhnya menjadi semakin kuat, dan tandanya tetap positif, namun pada periode ini nampaknya volume perdagangan tidak memoderasi return sebelumnya sebab tandanya malah negatif.

Sama halnya seperti sektor infrastructure, volume perdagangan yang sangat berpengaruh terhadap return di masa pandemi ini dapat dimanfaatkan oleh para investor, pemerintah, bahkan juga oleh para perusahaan yang termasuk pada sektor ini, misalnya dengan cara langsung melakukan stock split, agar para investor yang memiliki dana sedikit dapat membeli saham mereka dan dengan begitu volume perdagangannya meningkat pula.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



5. Untuk *Miscellaneous Index*

Tabel 5

Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Hari Ini pada Indeks *Miscellaneous*

Var	2015-2019						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW
C	0,021		0,824	0,412	0,013	3,871	2,005
RETURN T-1	-0,153	-0,153	0,015	0,008*			
RETURN T-2	-0,084	-0,084	0,003	0,002*			
VOLUME PERDAGANGAN	-0,0000251	-0,005	0,886	0,443			
VOL*RETURN T-1	0,0003050	0,162	0,013	0,007*			
Var	2020						
B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R ²	F	DW	
C	-0,398		0,204	0,102	0,029	1,736	1,957
RETURN T-1	-0,229	-0,230	0,118	0,059***			
RETURN T-2	-0,031	-0,031	0,630	0,315			
VOLUME PERDAGANGAN	0,000968	0,092	0,156	0,078***			
VOL*RETURN T-1	0,000585	0,295	0,045	0,023**			

Sumber: Output SPSS

Keterangan:

- *. Signifikan pada α 1%
- ** Signifikan pada α 5%
- *** Signifikan pada α 10%

Pada periode pertama di sektor aneka industri ini, terlihat bahwa return satu hari dan dua hari sebelumnya adalah berpengaruh negatif, bahkan sama-sama signifikan pada α 1%, hal bisa diartikan bahwa investor pada sektor *Miscellaneous* periode ini sangat sensitif terhadap perubahan harga dan return. Bila return satu dan dua hari sebelumnya positif, para investor cenderung melakukan aksi jual sehingga harga dan returnnya turun, dan sebaliknya. Bila hanya melihat variabel return sebelumnya saja seperti halnya pengujian Hipotesis Pasar Efisien sebelum tahun 1970, maka dari situ sudah dapat dibilang bahwa pasarnya adalah tidak efisien, sebab return satu dan dua hari sebelumnya ini memiliki pengaruh yang sangat signifikan (Signifikan pada α 1%) terhadap return hari ini. Untuk volume perdagangan pengaruhnya adalah negatif, namun volume perdagangan ini belum cukup bukti memiliki pengaruh. Volume perdagangan ini juga tidak memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini, sebab pengaruh volume perdagangannya dan return satu hari sebelumnya sendiri adalah negatif.

Pada masa pandemi 2020 bisa dibilang ada perubahan perilaku investor pada sektor ini, yakni mempersempit rentang waktu dalam pendugaan return, sebab return dua hari sebelumnya menjadi



Hak cipta milik IBIKGS (Institusi Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie) dan IBIKGS (Institusi Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber.
Dilarang hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKGS.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKGS.



tidak signifikan, padahal pada periode sebelumnya masih signifikan. Variabel volume perdaganganpun menjadi signifikan dari periode sebelumnya yang tidak signifikan. Bisa jadi investor lebih suka saham-saham yang likuiditasnya tinggi pada sektor ini, sehingga Volume Perdagangan lebih diperhatikan dan menjadi berpengaruh. Bila Volume Perdagangan naik maka hal itu direspon positif/baik oleh para investor sehingga mereka membelinya. Volume Perdagangan ini juga tidak memoderasi pengaruh return satu hari sebelumnya terhadap return hari ini sebab koefisien dari return satu hari sebelumnya adalah negatif.

Pengaruh-pengaruh variabel bebas dalam masa pandemi ini bisa dimanfaatkan oleh berbagai pihak ke depannya bila masih pandemi juga karena kemungkinan besar kondisi pasar masih sama. Volume Perdagangan yang berpengaruh positif ini bisa dimanfaatkan oleh para investor, pemerintah, dan perusahaan layaknya sektor Infrastructure dan Mining. Selain itu juga mengenai return satu hari sebelumnya, para investor dapat lebih bersantai sedikit karena bila return kemarin adalah negatif, maka return hari ini adalah cenderung positif karena terpengaruh oleh return satu hari sebelumnya ini, jadi return hari ini tidaklah negatif terus-menerus dan para investor dapat melakukan koreksi dalam strategi jual-beli mereka.

Simpulan dan Saran

Simpulan: Dalam kesimpulan ini, bila ada variabel yang dapat mempengaruhi *return* hari ini, hal itu berarti Indeksnya tidak efisien, sebab *return*nya tersebut tidaklah acak dan dapat diprediksi. Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda yang menjadi pengujian hipotesis, kesimpulan dalam penelitian ini adalah:

Return satu hari sebelumnya cukup bukti berpengaruh terhadap *return* hari ini pada indeks *JII*, *Infrastructure*, dan *Miscellaneous* namun tidak cukup bukti pada indeks *Manufacture* dan *Mining*. Lalu, *Return* dua hari sebelumnya cukup bukti berpengaruh terhadap *return* hari ini pada indeks *JII*, *Manufacture*, *Infrastructure*, dan *Miscellaneous* namun tidak cukup bukti pada indeks *Mining*. Selanjutnya, *Volume* perdagangan cukup bukti berpengaruh terhadap *return* hari ini hanya pada *JII* namun tidak cukup bukti berpengaruh pada indeks-indeks lainnya (*Manufacture*, *Infrastructure*, *Mining*, dan *Miscellaneous*). Terakhir, *Volume* perdagangan cukup bukti mampu memoderasi pengaruh *return* satu hari sebelumnya terhadap *return* hari ini hanya pada indeks *Mining*, namun tidak cukup bukti pada indeks-indeks lainnya (*JII*, *Manufacture*, *Infrastructure*, dan *Miscellaneous*). Berdasarkan pernyataan di atas, terlihat bahwa indeks-indeks yang diteliti ini adalah tidak efisien.

Saran: Berdasarkan hasil penelitian serta kesimpulan di atas, berikut adalah sarannya:

1. Bagi Akademisi

Agar terus mengembangkan penelitian terkait hubungan antara dengan *volume* dan *return* serta pengujian hipotesis pasar efisien, bisa dengan menukar variabel terikat dan bebasnya, menggunakan metode dan/atau cara lain dalam menguji efisiensi pasar, lalu juga hendaknya dapat meneliti dengan lebih detail serta spesifik seperti mengambil objek penelitian yang lebih sedikit namun menganalisisnya pertahun.

2. Bagi Praktisi

Karena dari hasil penelitian ini dapat terlihat bahwa indeks-indeks yang diteliti adalah belum efisien, maka dari itu investor masih memiliki peluang untuk mendapatkan abnormal return dengan memperhatikan variabel-variabel yang berpengaruh terhadap return di masing-masing indeks.



DAFTAR PUSTAKA

- Anggraini, H. (2018). Pengaruh Volume Perdagangan , Suku Bunga , dan Kurs Terhadap Return Saham Perusahaan Farmasi , Telekomunikasi dan Perbankan di BEI. *Jurnal Bisnis Dan Komunikasi*, 5(2), 132–141.
- Asnawi, S. K., Salim, G., & Malik, W. A. (2020). Does Black Monday appear on The Indonesia Stock Exchange? *Jurnal Organisasi Dan Manajemen*, 16(1), 24–35. <https://doi.org/10.33830/jom.v16i1.780.2020>
- Christiana, A. M., Setiana, E., & Mamdudh, M. (2016). The Empirical Relationship between Stock Return and Trading Volume based on Stock Market Cycles. *Indonesian Capital Market Review*, 8(1), 46–57. <https://doi.org/10.21002/icmr.v8i1.5186>
- Dias, R., Heliodoro, P., Teixeira, N., & Godinho, T. (2020). Testing the Weak Form of Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence from Equity Markets. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(1), 40. <https://doi.org/10.11648/j.ijafmr.20200501.14>
- Dunia Investasi, Data Bursa Efek Indonesia, diakses 30 Maret 2021 <http://www.duniainvestasi.com/bei/prices/stock>
- Flostrand, H., & Flogstad, E. (2020), Thesis: *The Day-of-the-Week Effect at Oslo Stock Exchange*, Norwegian School of Economics.
- Gumanti, Tatang Ary dan Utami, Elok Sri (2002). Bentuk Pasar Efisien dan Pengujianya. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 4(1), 54-68.
- Harjito, D. A. (2003). Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah di Bursa Saham Kuala Lumpur. *Jurnal Siasat Bisnis*, 1(8), 33–51. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol1.iss8.art3>
- Hartono, Jogyanto (2017), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 11, BPFE-YOGYAKARTA.
- Indonesia Stock Exchange, situs resmi Bursa Efek Indonesia, diakses 30 April 2021 <http://www.idx.co.id>
- Juta Hase, G., & Asandimitra Haryono, N. (2018). Pengujian Efisiensi Pasar Pada Pasar Modal Indonesia Periode Juni 2009 - Juni 2015 (Studi Pada Indeks Harga Saham Gabungan). *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 6(4), 550–558.
- Krsikapa-Rasajski, J., & Rankov, S. (2016). Testing weak form efficiency on the capital markets in Serbia. *Megatrend Revija*, 13(1), 265–278. <https://doi.org/10.5937/megrev1601265k>
- Kudryavtsev, A. (2019). The effect of trading volumes on stock returns following large price moves. *Economic Annals*, 64(220), 85–116. <https://doi.org/10.2298/EKA1920085K>
- Malini, H. (2019). *Hipotesis Pasar Efisien dan Anomali Pasar LQ 45 Indeks di Bursa Efek Indonesia*. 3(2), 107–121.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82. <https://doi.org/10.1257/089533003321164958>

© Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Insistatrans dan Inforanila kwikKian Gie



Mubarok, F., & Fadhli, M. M. (2020). *Hipotesis dan Peramalan Pasar Efisien dari Industri Sektor di Bursa Efek Indonesia*. 23(2), 160–168.

Nasution, L. Z., Sulistyono, S., & Halim, Abdul. (2016). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Frekuensi Perdagangan Saham, Volatilitas Harga Saham, dan Kapitalisasi Pasar Terhadap Return Saham Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BURSA EFEK INDONESIA. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 4(2). Retrieved from <https://ejournal.unikama.ac.id/index.php/jrma/article/view/1382>

Pantal, R. R., & Panda, A. K. (2018). Day of the Week and Weekend Effects in the Indian Stock Market. *Theoretical Economics Letters*, 08(11), 2559–2568. <https://doi.org/10.4236/tel.2018.811164>

Rohmawati, Irma (2016), Skripsi: *Pengaruh Volume Perdagangan, Dividend Payout Ratio, dan Inflasi terhadap Volatilitas Harga Saham pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks LQ45 Tahun 2011-2015*, Universitas Negeri Yogyakarta.

Rostami, M. R., Alipour, P., Author, C., & Behzadi, A. (2019). *Analyzing the Causal Relations between Trading Volume and Stock Returns and between Trading Volume and Return Volatility in Tehran Stock Exchange*. <https://doi.org/10.22034/ijf.2019.101108>

Samsul Mohamad (2018), *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Edisi 2, Jakarta : Erlangga

Sekaran, Uma dan Bougie, Roger (2017), *Metode Penelitian Untuk Bisnis*, Edisi 6, Buku 1 Penerbit Salemba Empat.

Sekaran, Uma dan Bougie, Roger (2017), *Metode Penelitian Untuk Bisnis*, Edisi 6, Buku 2 Penerbit Salemba Empat.

Subagja, Pebiano (2020), Skripsi: *Fenomena Monday Effect Pada Overnight Return dan Intraday Return Saham yang Tergabung Dalam Indeks LQ45 Periode 2018*, IBII KWIK KIAN GIE (Tidak dipublikasikan).

Suryani, Evi (2019), Skripsi: *Pengaruh Volume Perdagangan Saham Terhadap Return Saham Syariah Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*, UIN MH BANTEN.

Trisnadi, M., & Panji Sedana, I. (2016). Pengujian Anomali Pasar : Day of the Week Effect Pada Saham Lq-45 Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(6), 253432.

Zaman, S. (2019). Weak form market efficiency test of Bangladesh Stock Exchange: an empirical evidence from Dhaka Stock Exchange and Chittagong Stock Exchange. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 21(3), 285. <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1615>

Harta Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.