



**ANALISIS PENGUJIAN HIPOTESIS PASAR EFISIEN PADA  
INDEKS LQ45, FINANCE, CONSUMER DAN PROPERTY DI  
BURSA EFEK INDONESIA (BEI)  
PERIODE 2015-2020**

Hans Christian Wigono Santosa Kurniawan  
Dr. Said Kelana Asnawi, S.E.,M.M.  
Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie  
Jl Yos Sudarso Kav. 87, Jakarta 14350

Abstrak

Penelitian ini menggunakan indeks yang ada pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu LQ45, *Finance*, *Consumer* dan *Property* pada periode Januari 2015 sampai dengan Desember 2020. Sebagai investor yang berinvestasi pada pasar modal di Bursa Efek Indonesia tentunya ingin mendapatkan *return* yang maksimal untuk mendapatkan keuntungan. Dalam pasar modal harga cenderung mengalami pergerakan yang tidak stabil, sehingga dapat mempengaruhi *Return* yang di inginkan.. Maka dari itu penelitian ini akan menguji efisiensi pasar dengan melihat apakah *Return* sebelumnya dan *volume* perdagangan berpengaruh terhadap *Return* hari ini, serta apakah *Return* dan *volume* perdagangan (nilai) dapat memoderasi. Objek penelitian yang digunakan pada penelitian adalah *Return* dan *volume* perdagangan (nilai) dari indeks LQ45, *Finance*, *Consumer* dan *Property*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa indeks-indeks yang diteliti adalah tidak efisien, sebab masih banyak variabel yang berpengaruh terhadap *Return* (dapat diprediksi & tidak acak). *Volume* perdagangan juga berpengaruh terhadap *Return* pada semua semua indeks kecuali *Consumer*. *Volume* perdagangan juga tidak memoderasi pengaruh *Return* satu hari sebelumnya terhadap *Return* hari ini. Pada periode 2020 ada sedikit perubahan pengaruh *Return* sebelumnya dan *volume* perdagangan terhadap *Return* hari ini. Kesimpulan dalam penelitian ini adalah pengaruh variabel bebas terhadap terikat berbeda-beda pada setiap indeksnya, investor dapat memperhatikan secara rinci untuk setiap indeksnya dalam berinvestasi.

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

*Abstract*

*This study uses an index on the Indonesia Stock Exchange (IDX), namely LQ45, Finance, Consumer and Property in the period January 2015 to December 2020. As an investor who invests in the capital market on the Indonesia Stock Exchange, of course you want to get the maximum return to get a profit. . In the capital market, prices tend to experience unstable movements, so that they can affect the desired return. Therefore, this study will examine market efficiency by seeing whether previous returns and trading volume affect today's return, and whether return and trading volume ( value) can moderate. The object of research used in this study is the Return and trading volume (value) of the LQ45, Finance, Consumer and Property index. The results showed that the indices studied were inefficient, because there were still many variables that had an effect on Return (predictable & not random). Trading volume also affects Return on all indices except Consumer. Trading volume also does not moderate the effect of the previous day's Return on today's Return. In the 2020 period there is a slight change in the effect of the previous Return and trading volume on today's Return. The conclusion in this study is that the effect of the independent variable on the dependent is different for each index, investors can pay attention in detail to each index in investing.*



**Keywords:** *Efficient Market Hypothesis, Return, trading volume, pandemic, moderation.*

## Pendahuluan

Setiap investor khususnya berinvestasi di pasar modal atau saham pasti menginginkan tingkat pengembalian atau return yang tinggi. Tetapi dengan menginginkan tingkat pengembalian atau return yang tinggi maka terdapat juga risiko yang tinggi. Selain itu, banyak juga investor-investor yang sudah lama bermain di pasar modal atau saham yang sudah mengerti bagaimana mendapatkan tingkat pengembalian atau return dengan melihat faktor-faktor seperti kondisi pasar, anomali pasar yang terulang setiap tahunnya dan informasi lainnya. Selanjutnya untuk investor pemula yang berinvestasi di pasar modal atau saham masih belum paham bagaimana cara mendapatkan tingkat pengembalian atau return yang maksimal. Ada banyak faktor yang dapat mempengaruhi harga (yang akan menjadi return) di pasar modal atau saham. Volume perdagangan merupakan salah satu faktor yang dapat dilihat dalam mempengaruhi harga. Karena volume perdagangan dapat berhubungan dengan tingkat pengembalian (return), jika volume perdagangan pada suatu saham semakin banyak atau diminati oleh para investor berarti dapat menjadi indikator yang likuid. Jika suatu saham yang memiliki tingkat volume perdagangan yang sedikit berarti saham tersebut kurang diminati oleh para investor dan tidak likuid. Informasi dan pasar efisien memiliki kaitan yang sangat erat. Pemahaman tentang pasar modal yang efisien menjadi topik yang cukup menarik pada bidang keuangan. Secara umum, konsep pasar efisien menurut Tandelilin (2001: 112) adalah pasar dengan harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah merefleksikan seluruh informasi yang ada. Informasi yang dimaksud adalah seluruh informasi yang tersedia baik informasi masa lalu, maupun informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai sentimen atau opini rasional yang beredar di pasar yang dapat mempengaruhi fluktuasi harga serta informasi orang dalam perusahaan (Juta Hase And Asandimitra Haryono 2018). Penelitian ini dilakukan bersama dengan dua rekan peneliti dan dosen pembimbing dengan meneliti 13 indeks BEI (Bursa Efek Indonesia) yaitu IHSG, LQ45, JII, *Finance, Consumer, Property, Basic industry, Miscellaneous, Mining, Agri, Trade, Infrastructure*, dan *Manufacture*. Pada penelitian ini, peneliti akan meneliti 4 indeks dari 13 indeks BEI yang telah disebutkan yaitu LQ45, *Finance, Consumer* dan *Property* pada periode Januari 2015 – Desember 2020. Objek penelitian yang digunakan peneliti adalah volume perdagangan (nilai) dan return pada indeks LQ45, *Finance, Consumer* dan *Property*.

## Kajian Pustaka

**Efficient Market Hypothesis.** Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Fama pada tahun 1970. Teori ini menyatakan bahwa suatu pasar dikatakan efisien apabila informasi yang tersedia telah tercermin secara penuh (fully reflect) pada harga sekuritas. Menurut Hartono (2017:606) mengatakan bahwa bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan informasi yang tersedia. Selanjutnya pasar efisien dapat ditinjau dari informasi saja yang disebut pasar secara informasi, dan pasar efisien dapat dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia yaitu efisiensi pasar secara keputusan.

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.

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



- 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.

**Random Walk Theory.** Dalam (Juta Hase And Asandimitra Haryono 2018) Malkiel (2003) menyatakan bahwa random walk merupakan teori di pasar saham yang mengungkapkan bahwa harga saham atau keseluruhan pasar tidak dapat digunakan sebagai acuan untuk meramalkan pergerakan harga saham di masa yang akan datang. Sebab, pergerakan harga saham adalah acak (random) dan tidak dapat diprediksi. Peluang kenaikannya sama dengan peluangnya untuk turun. Namun, pada jangka panjang kecenderungan harga saham mengalami peningkatan. Malkiel (2003) juga berpendapat bahwa strategi (buy and hold) atau membeli saham dan menyimpannya dalam jangka panjang merupakan strategi paling tepat untuk investor atau dapat dikatakan sebagai strategi portofolio pasif

**Insider Trading.** Insider trading menurut Hartono (2017:662) adalah perdagangan sekuritas yang dilakukan oleh perusahaan atau corporate insider. Corporate insider merupakan pejabat perusahaan, manajemen, direksi atau pemegang saham mayoritas yang memiliki informasi privat atau pribadi. Corporate insider tahu betul akan kondisi perusahaan sedang baik atau buruk, sehingga mereka para corporate insider dapat memprediksi harga saham dan abnormal return kedepannya. **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.

**Anomali Pasar.** Anomali pasar merupakan peristiwa-peristiwa atau momen yang ada pada pasar modal yang memiliki pola pada setiap tahunnya yang terus berulang. Sehingga investor dapat memprediksi pergerakan anomali yang dapat menghasilkan abnormal return. Menurut Jones (1996) dalam Hartono (2017:664) mendefinisikan anomali pasar (market anomaly) sebagai teknik atau strategi yang tampaknya bertentangan dengan pasar efisien. Anomali pasar menurut Alteza (2006) dalam Trisnadi and Panji Sedana (2016) menyebutkan ada empat jenis anomali pasar yang dikenal dalam literatur keuangan yaitu anomali perusahaan (firm anomalies), anomali musiman (seasonal anomalies), anomali peristiwa atau kejadian (event anomalies), dan anomali akuntansi (accounting anomalies).

**Volume perdagangan.** Volume perdagangan saham yang ada di pasar modal dapat menjadi suatu indikator yang penting untuk mempelajari tingkah laku para investor. Menurut Darwis (2013) dalam (Ahmad Taslim 2016) dengan naiknya volume perdagangan saham, maka dapat dijadikan informasi tambahan yang baik bagi investor secara kontinyu dalam periode perdagangan. Jika volume perdagangan saham besar dapat menunjukkan bahwa saham tersebut diminati oleh para investor, dan sebaliknya jika volume perdagangan saham kecil dapat menunjukkan bahwa saham tersebut kurang diminati oleh investor. Volume perdagangan bisa diukur melalui tiga cara, yakni: nilai rupiah yang dijual-belikan (value), banyaknya saham yang ditransaksikan (volume), serta frekuensi perdagangan (frequency).

**Return Saham.** Return atau tingkat pengembalian merupakan tujuan utama yang diinginkan oleh setiap investor dalam berinvestasi. Jika return yang diinginkan semakin besar maka risiko semakin besar juga. Pasar modal dalam bentuk saham memiliki aset yang berisiko tinggi maka returnnya juga tinggi. Menurut Hartono (2017:283) return dibagi menjadi 2 yaitu: *Return* realisasian (*realized return*) yang sudah terjadi, dan *Return* ekspektasian (*expected return*) adalah *return* yang belum diharapkan akan diperoleh investor dimasa mendatang.

**Volume perdagangan yang memoderasi return satu hari sebelumnya.** Sudah ada beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa volume memiliki pengaruh terhadap return, misalnya adalah

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



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 27 Mei -28 Mei 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 Perdagangan yang dipakai dalam penelitian ini adalah value (nilai). Seperti yang telah dijelaskan dalam landasan teoritis *value* merupakan nilai dalam satuan Rupiah pada saat transaksi di hari yang sama pada saat transaksi jual beli saham. Berarti jika *volume* naik maka *return* akan naik juga. Selain itu dari waktu ke waktu ada hubungan bahwa selalu adanya gairah investor untuk bertransaksi, kecenderungan kenaikan harga dan adanya pertumbuhan ekonomi. Maka hal ini menunjukkan adanya hubungan yang positif antara *volume* terhadap *return* hari ini, dimana semakin tinggi *volume* perdagangan maka *return* akan cenderung naik.

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 menurut para investor. Mana yang memoderasi dan dimoderasi adalah sesuai dengan teori Efficient Market Hypothesis bentuk lemah, sehingga variabel yang diujikan memiliki pengaruh adalah return sebelumnya, maka variabel yang memoderasi adalah volume. Jadi, jika harga naik dan volume perdagangan hari ini yang ramai atau tinggi pada suatu saham, maka dapat memberikan kabar baik bagi investor untuk membeli saham tersebut. Karenanya kedua variabel ini dapat saling menguatkan, dengan dinyatakan berhasil

memoderasi dengan syarat pengaruh return satu hari sebelumnya, pengaruh volume perdagangan, dan hasil moderasinya adalah positif terhadap return hari ini.

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

## Metode Penelitian

Pada penelitian ini yang menjadi objek penelitian yaitu indeks pada LQ45, Finance, Consumer dan Property di Bursa Efek Indonesia pada periode Januari 2015 sampai dengan Desember 2020. Data yang digunakan yaitu harga harian dan volume perdagangan (nilai) pada indeks harian.

**Variabel Penelitian.** Adapun variabel dalam penelitian ini adalah:

1. **Variabel Terikat:** Variabel terikat pada penelitian ini adalah return indeks saham. Return indeks saham yang dimaksudkan pada penelitian ini adalah capital gain atau capital loss yang didapat dari aktivitas investasi. Pada penelitian ini, return saham pada setiap sektor indeks yang digunakan adalah return saham harian, yang didapat dari perhitungan harga penutupan (close) setiap hari selama 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

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.

- 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 ( $R_{t0}$ ). 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 dari situs resmi BEI (idx.co.id) dan dunia investasi.



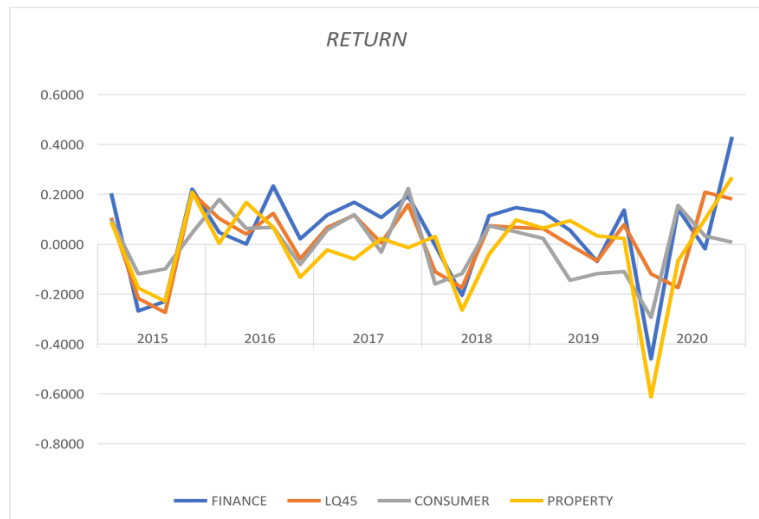


**Teknik Analisis Data:** Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan bantuan software SPSS versi 22.0. Analisis regresi ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen.

**Hasil dan Pembahasan**

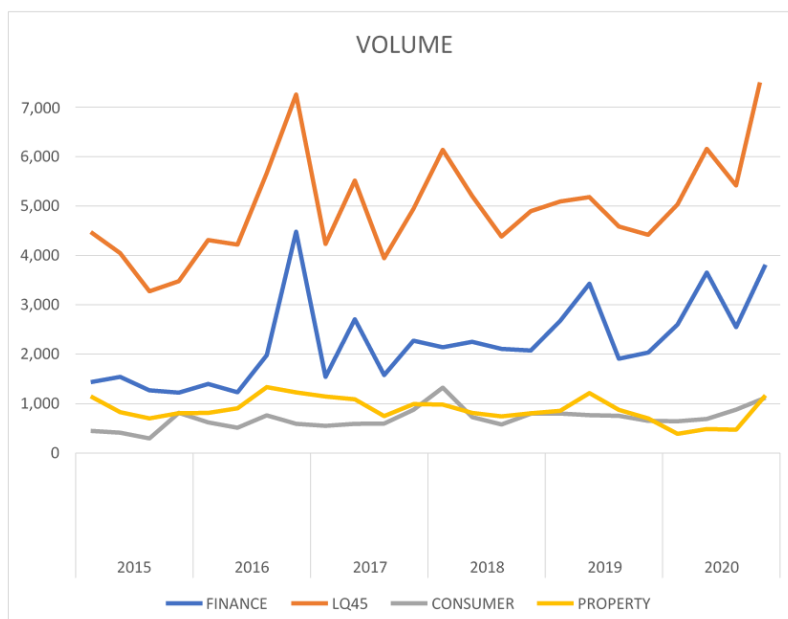
**Analisis Deskriptif:**

**1. Untuk Return Indeks 2015-2020**



Dari Grafik di atas dapat terlihat bahwa keempat indeks terlihat penurunan yang cukup jelas di indeks LQ45, *Finance* dan *Property* pada Triwulan II & III 2015, Triwulan II 2018. Pada Triwulan I 2020 saat terjadinya pandemik Covid-19 terdapat penurunan rerata *return* yang sangat jauh pada indeks sektor *Finance*, *Consumer*, *Property* dibandingkan pada tahun sebelum pandemik Covid-19. Akan tetapi pada saat Triwulan I – Triwulan IV 2020 mengalami kenaikan tingkat rerata *return* yang terbilang cukup baik pada setiap indeks terutama pada indeks *Finance* dan *Property*.

**2. Untuk Volume Perdagangan Indeks 2015-2020:**



Hak Cipta dimiliki 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 mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Dari grafik di atas, dapat disimpulkan bahwa pergerakan rerata volume pada indeks *Finance*, *Consumer* dan *Property* pada tahun 2015 per Triwulan dikatakan cukup stabil, tetapi untuk indeks LQ45 menunjukkan rerata volume pada Triwulan II dan III 2015 mengalami penurunan. Selanjutnya pada indeks sektor khususnya LQ45 dan *Finance* tahun 2016 per Triwulan mengalami peningkatan rerata volume yang sangat baik, akan tetapi memasuki tahun Triwulan I 2017 terjadinya penurunan rerata volume yang hampir sama dengan kenaikan periode 2016 per Triwulan. Serta pergerakan rerata volume diikuti sampai dengan saat pandemik Covid-19 pada Triwulan IV 2020. Untuk indeks sektor *Consumer* dan *Property* memiliki pergerakan yang cukup stabil dari Triwulan I 2015 sebelum pandemik Covid-19 sampai Triwulan IV 2020 saat pandemik Covid-19.

### Hasil Penelitian

#### 1. Untuk Indeks LQ45

Var	2015-2019						
	B	beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R <sup>2</sup>	F	DW
C	0.116		0.016	0.008*	0.016	4.771	2.015
Return-1	0.047	0.048	0.461	0.2305			
Return-2	-0.061	-0.061	0.034	0.017**			
Volume	-2.05E-05	-0.1	0.007	0.0035*			
Volume * R-1	-3.40E-06	-0.02	0.769	0.3845			
Var	2020						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R <sup>2</sup>	F	DW
C	-0.592		0.355	0.1775	0.025	1.519	1.994
Return-1	0.291	0.291	0.184	0.092***			
Return-2	-0.05	-0.05	0.44	0.22			
Volume	1.0E-04	0.072	0.287	0.1435			
Volume * R-1	-2.5E-05	-0.168	0.446	0.223			

Sumber: Output SPSS

- \* Signifikan pada  $\alpha$  1%
- \*\* Signifikan pada  $\alpha$  5%
- \*\*\* Signifikan pada  $\alpha$  10%

Dapat di lihat pada tahun 2015-2019 *return* satu hari sebelumnya pada indeks LQ45 berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* hari ini. Sedangkan untuk *return* dua hari sebelumnya berpengaruh negatif signifikan  $\alpha$  10% terhadap *return* hari ini. Terlihat bahwa hasil pengujian menandakan *return* satu hari sebelumnya tidak berpengaruh terhadap *return* hari ini, dan untuk investor belum begitu memperhatikan *return* satu hari sebelumnya sebagai bahan pertimbangan untuk berinvestasi. Untuk *return* dua hari sebelumnya tidak berpengaruh terhadap *return* hari ini sehingga investor yaitu dengan melihat *return* dua hari sebelum negatif, bisa jadi menandakan bahwa *return* hari ini akan negatif. Untuk *volume* terlihat negatif dan signifikan  $\alpha$  1% maka tidak berpengaruh terhadap *return* hari ini, karena tidak sesuai dengan hipotesis yang telah ditentukan. Selanjutnya investor melihat *volume* besar yang negatif dipandang sebagai berita buruk



untuk *return* hari ini. Terkait dengan moderasi, *volume* ini belum dapat memoderasi pengaruh *return* satu hari sebelumnya terhadap *return* hari ini sebab tidak sesuai dengan hipotesis yang telah ditentukan, karena kedua variabel *return* satu hari sebelumnya dan *volume* tidak saling bersinergi.

Selanjutnya untuk periode 2020 dengan *return* satu hari sebelumnya positif signifikan  $\alpha$  10% yang berpengaruh pada *return* hari ini. Untuk *return* dua hari sebelumnya negatif tidak signifikan yang tidak berpengaruh pada *return* hari ini. Terlihat ada perubahan perilaku investor dibandingkan periode sebelumnya, karena adanya perubahan *return* satu hari sebelumnya dan *return* dua hari sebelumnya, sertadiikutinya *volume* yang dimana pada periode sebelumnya negatif signifikan berubah menjadi positif namun tidak signifikan. Maka belum terjadinya moderasi yang sesuai dengan hipotesis antara *volume* dan *return* satu hari sebelumnya pada periode 2020.

2. Untuk Indeks *Finance*

Var	2015-2019						
	B	beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R <sup>2</sup>	F	DW
C	0.113		0.002	0.001*	0.022	6.698	2.012
<i>Return</i> -1	0.045	0.045	0.347	0.1735			
<i>Return</i> -2	-0.068	-0.068	0.017	0.0085*			
<i>Volume</i>	-2.88E-05	-0.146	0.004	0.002*			
<i>Volume</i> * R-1	2.62E-05	0.086	0.18	0.09***			
Var	2020						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R <sup>2</sup>	F	DW
C	-0.394		0.136	0.068***	0.041	2.524	1.999
<i>Return</i> -1	0.079	0.079	0.609	0.3045			
<i>Return</i> -2	-0.057	-0.057	0.381	0.1905			
<i>Volume</i>	1.3E-04	0.157	0.087	0.0435**			
<i>Volume</i> * R-1	4.70E-06	0.022	0.898	0.449			

Sumber: Output SPSS

- \* Signifikan pada  $\alpha$  1%
- \*\* Signifikan pada  $\alpha$  5%
- \*\*\* Signifikan pada  $\alpha$  10%

Pada indeks ini, maka periode 2015-2019 menunjukkan *return* satu hari sebelumnya positif tidak signifikan dan *return* dua hari sebelumnya negatif signifikan pada  $\alpha$  1%. Ini menandakan *return* satu hari sebelumnya berpengaruh positif terhadap *return* hari ini tetapi tidak cukup bukti berpengaruh dan *return* dua hari sebelumnya berpengaruh negatif untuk *return* hari ini. Sehingga para investor belum memperhatikan *return* satu hari sebelumnya walaupun menunjukkan tingkat *return* positif dan dapat menjadi bahan pertimbangan untuk berinvestasi, sedangkan untuk *return* dua hari sebelumnya menandakan adanya pengaruh bagi investor yang menjadikan informasi untuk berinvestasi pada hari ini.

Untuk *volume* perdagangan yang negatif signifikan  $\alpha$  1% yang tidak berpengaruh terhadap *return* hari ini. Jika *volume* perdagangan yang besar menunjukkan adanya

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





transaksi yang begitu besar pada indeks ini. Pada *volume* perdagangan ini, berarti investor melihat *volume* besar dapat dijadikan sebagai informasi yang kurang menarik. Karena pada *volume* perdagangan indeks ini terjadi penjualan yang begitu besar sehingga berpengaruh terhadap *return* hari ini yang kecil, sehingga investor kurang tertarik untuk berinvestasi atau menahan untuk tidak menjual pada indeks ini. Terkait dengan moderasi, *volume* ini belum dapat memoderasi pengaruh *return* satu hari sebelumnya terhadap *return* hari ini sebab tidak sesuai dengan hipotesis yang telah ditentukan, karena kedua variabel *return* sehari sebelumnya dan *volume* tidak saling bersinergi.

Selanjutnya pada periode 2020, *return* satu hari sebelumnya yang positif tidak signifikan dan *return* dua hari sebelumnya negatif tidak signifikan terhadap *return* hari ini. Maka untuk investor *return* satu hari sebelumnya dan dua hari sebelumnya belum menjadi bahan pertimbangan untuk berinvestasi karena tidak cukup bukti terhadap *return* hari ini, tetapi tidak menutupi kemungkinan sebagai bahan pertimbangan bagi investor. Untuk *volume* yang positif signifikan  $\alpha$  5%, menunjukkan adanya tingkat perdagangan yang banyak dan positif terhadap *return* hari ini, sehingga dapat menunjukkan informasi yang baik terhadap investor disaat pandemi Covid-19. Maka pengaruh *volume* terhadap *return* hari ini pada indeks *finance* belum dapat memoderasi dengan *return* satu hari sebelumnya terhadap *return* hari ini, karena kedua variabel tidak saling bersinergi.

3. Untuk Indeks *Consumer*

Var	2015-2019					R <sup>2</sup>	F	DW
	B	beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)				
C	-0.008		0.846	0.423	0.007	2.175	2.007	
<i>Return</i> -1	-0.079	-0.079	0.02	0.01*				
<i>Return</i> -2	-0.051	-0.051	0.076	0.038**				
<i>Volume</i>	1.42E-05	0.013	0.652	0.326				
<i>Volume</i> * R-1	1.49E-05	0.021	0.544	0.272				
Var	2020					R <sup>2</sup>	F	DW
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)				
C	-0.144		0.548	0.274	0.019	1.161	1.943	
<i>Return</i> -1	-0.149	-0.149	0.343	0.1715				
<i>Return</i> -2	-0.112	-0.112	0.087	0.0435**				
<i>Volume</i>	1.2E-04	0.033	0.626	0.313				
<i>Volume</i> * R-1	8.29E-05	0.081	0.611	0.3055				

Sumber: Output SPSS

- \* Signifikan pada  $\alpha$  1%
- \*\* Signifikan pada  $\alpha$  5%
- \*\*\* Signifikan pada  $\alpha$  10%

Pada tabel 4.11, dapat dikatakan pada periode 2015-2019 *return* satu hari sebelumnya negatif signifikan dengan  $\alpha$  1% terhadap *return* hari ini dan *return* dua hari sebelumnya negatif signifikan dengan  $\alpha$  5% yang berpengaruh negatif pada *return* hari ini. Jadi untuk investor dengan *return* satu hari sebelumnya dan *return* duahari sebelumnya menjadi bahan untuk mempertimbangkan dalam berinvestasi bagi investor karena

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

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie  
 Jl. Raya Pajajaran No. 100, Bandung 40132, Indonesia  
 Telp. (022) 25000000, Fax. (022) 25000001, Email: info@kwikkiangie.ac.id  
 www.kwikkiangie.ac.id



menunjukkan informasi tingkat *return* hari ini yang negatif sehingga investor tidak akan menjualnya.

Sedangkan dalam *volume* positif tidak signifikan dapat dikatakan terjadi peningkatan tetapi belum cukup bukti jika *volume* dapat mempengaruhi *return* hari ini, berarti investor tidak begitu memperhatikan tingkat *volume* meskipun menunjukkan tingkat positif. Sehingga *volume* perdagangan dengan *return* satu hari sebelumnya belum dapat memoderasi terhadap *return* hari ini karena tidak bersinergi

Pada periode 2020, untuk *return* satu hari sebelumnya negatif tidak signifikan terhadap *return* hari ini, sehingga belum diperhatikan untuk investor meskipun *return* masih negatif seperti periode sebelumnya karena *return* satu hari sebelumnya belum terbukti dapat mempengaruhi *return* hari ini. Pada *return* dua hari sebelumnya terbukti masih sama seperti periode sebelumnya yang negatif signifikan  $\alpha$  5%, yang akan dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi investor dalam berinvestasi saat pandemi Covid-19.

Pada *volume* yang positif tidak signifikan terhadap *return* hari ini belum cukup bukti pengaruh untuk *return* hari ini. Terkait dengan moderasi, maka *volume* perdagangan dengan *return* satu hari sebelumnya yang positif tidak signifikan dapat dikatakan belum dapat memoderasi terhadap *return* hari ini karena variabel tersebut belum saling bersinergi.

4. Untuk Indeks *Property*

Var	2015-2019						
	B	beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R <sup>2</sup>	F	DW
C	-0.246		0	0*	0.02	6.084	1.981
Return-1	0.124	0.124	0.05	0.025**			
Return-2	-0.019	-0.019	0.51	0.255			
Volume	2.1E-04	0.126	0	0*			
Volume * R-1	-6.1E-05	-0.068	0.294	0.147			
Var	2020						
	B	Beta	sign (2-tailed)	sign (1-tailed)	R <sup>2</sup>	F	DW
C	-0.629		0.001	0.0005*	0.085	5.46	1.966
Return-1	0.239	0.239	0.025	0.0125**			
Return-2	-0.042	-0.042	0.513	0.2565			
Volume	0.001	0.287	0	0*			
Volume * R-1	2.2E-04	-0.176	0.131	0.0655***			

Sumber: Output SPSS

- \* Signifikan pada  $\alpha$  1%
- \*\* Signifikan pada  $\alpha$  5%
- \*\*\* Signifikan pada  $\alpha$  10%

Pada tabel 4.12 periode 2015-2019, menunjukkan pada *return* satu hari sebelumnya positif signifikan dengan  $\alpha$  5% dan *return* dua hari sebelumnya negatif tidak signifikan sehingga tidak berpengaruh pada *return* hari ini. Berarti *return* satu hari sebelumnya memiliki pengaruh terhadap *return* hari, sehingga dapat menjadi kabar baik bagi investor untuk berinvestasi pada sektor *property* dikarenakan adanya pengaruh positif yang signifikan pada variabel ini dan sudah cukup bukti bagi parainvestor.

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

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie  
 Copyright © 2019 Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie



Untuk *volume* yang positif signifikan  $\alpha$  1%, menunjukkan ada pengaruh *volume* terhadap *return* hari ini. Dengan hasil *volume* yang meningkat sesuai dengan hipotesis, maka dapat dijadikan informasi yang positif bagi investor untuk berinvestasi. Terkait dengan moderasi, pada variabel *volume* dan *return* satu hari sebelumnya sudah saling bersinergi dengan koefisien yang positif yang sesuai dengan hipotesis. Akan tetapi pada variabel *volume* dengan *return* satu hari sebelumnya menunjukkan tidak terjadinya moderasi yang searah dengan hipotesis.

Pada periode 2020, *return* satu hari sebelumnya positif signifikan dengan  $\alpha$  5% yang berpengaruh negatif pada *return* hari ini. Sedangkan pada *return* dua hari sebelumnya menunjukkan negatif tidak signifikan sehingga tidak berpengaruh pada *return* hari ini. Jadi *return* satu hari sebelumnya dapat dijadikan kabar baik untuk investor untuk berinvestasi pada periode 2020 saat pandemi Covid-19.

Untuk *volume* yang positif signifikan  $\alpha$  1% terhadap *return* hari ini, maka adanya peningkatan *volume* perdagangan yang positif yang berpengaruh terhadap *return* hari ini, sehingga dapat dijadikan informasi untuk investor karena *volume* nilai transaksi yang besar. Sesuai dengan hipotesis *volume* dengan *return* satu hari sebelumnya, maka variabel ini dapat memoderasi, karena adanya sinergi pada kedua variabel tersebut. Sehingga untuk itu, investor dapat memperhatikan kedua variabel tersebut untuk berinvestasi pada sektor *property* sehingga mendapatkan *return* yang besar.

## Kesimpulan dan Saran

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda yang menjadi pengujian hipotesis, kesimpulan dalam penelitian ini adalah:

1. *Return* satu hari sebelumnya memiliki cukup bukti berpengaruh terhadap *return* hari ini pada indeks *Property* dan *Consumer*. Lalu tidak cukup bukti berpengaruh pada *return* hari ini yaitu pada indeks *LQ45* dan *Finance*.
2. *Return* dua hari sebelumnya memiliki cukup bukti berpengaruh terhadap *return* hari ini secara keseluruhan pada indeks *LQ45*, *Finance* dan *Consumer* kecuali pada indeks *Property*.
3. *Volume* perdagangan memiliki cukup bukti berpengaruh terhadap *return* hari ini secara keseluruhan pada indeks *LQ45*, *Finance*, dan *Property* kecuali pada indeks *Consumer*.
4. *Volume* perdagangan tidak cukup bukti mampu memoderasi pengaruh *return* satu hari sebelumnya terhadap *return* hari ini secara keseluruhan pada indeks *LQ45*, *Finance*, *Consumer* dan *Property*.

### Saran

Bagi akademisi agar terus mengembangkan model penelitian lebih baik lagi terkait dengan *volume* dan *return*, baik dengan menukar variabel terikat dan bebasnya yang lebih detail serta spesifik. Seperti mengambil objek penelitian yang lebih sedikit dan menganalisis lebih dalam lagi, serta dapat menambahkan variabel pendukung lainnya dalam penelitian.

Diharapkan agar para praktisi mempergunakan hasil dari penelitian ini dengan baik dan benar. Maka penelitian ini dapat dikatakan cukup baik, namun perlu diperhatikan bagi para praktisi untuk melihat variabel lain untuk menjadi bahan pertimbangan lainnya untuk mengambil keputusan berinvestasi dan tidak berfokus pada variabel penelitian ini saja.

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



## Daftar Pustaka

- Ahmad Taslim, Andhi Wijayanto. 2016. "Pengaruh Frekuensi Perdagangan Saham, Volume Perdagangan Saham, Kapitalisasi Pasar Dan Jumlah Hari Perdagangan Terhadap Return Saham." *Management Analysis Journal* 5 (1): 1–6. <http://maj.unnes.ac.id>.
- Christiana, Amanda Melissa, Eva Septiana, Fakultas Ekonomi, and Universitas Indonesia. 2016. "Hubungan Empiris Antara Return Saham Dengan" 8: 46–57.
- Dias, Rui, Paula Heliodoro, Nuno Teixeira, and Teresa Godinho. 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.ijafm.20200501.14>.
- Hartono, Jogiyanto (2017), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 11, BPFE-YOGYAKARTA.
- Hartoyo, Oki Tjandra Suryo, and IB Anom Purbawangsa. 2018. "Pengujian Anomali Pasar Size Effect Dan The Day of Week Di Bursa Efek Indonesia." *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana* 9: 2147. <https://doi.org/10.24843/eeb.2018.v07.i09.p03>.
- Juta Hase, Giftana, And Nadia Asandimitra Haryono. 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): 550–58.
- Kudryavtsev, Andrey. 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, Helma. 2019. "Hipotesis Pasar Efisien Dan Anomali Pasar LQ 45 Indeks Di Bursa Efek Indonesia" 3 (2): 107–21.
- Mubarak, Faizul, and Mohammad Masykur Fadhli. 2020. "Hipotesis Dan Peramalan Pasar Efisien Dari Industri Sektor Di Bursa Efek Indonesia" 23 (2): 160–68.
- Paital, Rashmi Ranjan, and Ajaya Kumar Panda. 2018. "Day of the Week and Weekend Effects in the Indian Stock Market." *Theoretical Economics Letters* 08 (11): 2559–68. <https://doi.org/10.4236/tel.2018.811164>.
- Rostami, Mohammad Reza, Peyman Alipour, Corresponding Author, and Adel Behzadi. 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>.
- Santoso, Eko Budi, and Muhammad Ikhsan. 2020. "Hipotesis Pasar Efisien Saham Indonesia Exchange 2019" 127 (Aicar 2019): 51–53.
- Trisnadi, Margareta, and Ida Panji Sedana. 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.
- Vasilicou, Evangelos, Aristeidis Samitas, Maria Karagiannaki, and Jagadish Dandu. 2021. "Health Risk and the Efficient Market Hypothesis in the Time of COVID-19." *International Review of Applied Economics* 35 (2): 210–23. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1864299>.
- Zaman, Shafir. 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):

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.

285. <https://doi.org/10.14414/jebav.v21i3.1615>.

© 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.

