

Pengaruh *Liquidity Shock*, *Market Risk*, dan *Abnormal Trading Volume* terhadap Return Saham (Studi pada Sektor Energi)

Sinthia Dewi ^{1*}, Ilzar Daud ², Anggraini Syahputri ³, Giriati ⁴, Anwar Azazi ⁵

^{1*,2,3,4,5} Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tanjungpura Pontianak, Kalimantan Barat, Indonesia.

Email: sinthiadewi1789@gmail.com ^{1*}, ilzar.daud@ekonomi.untan.ac.id ², anggrainisyahputri@ekonomi.untan.ac.id ³, giriati@ekonomi.untan.ac.id ⁴, anwar.azazi@ekonomi.untan.ac.id ⁵

Histori Artikel:

Dikirim 8 Februari 2026; Diterima dalam bentuk revisi 1 Juni 2026; Diterima 10 Juli 2026; Diterbitkan 1 Agustus 2026. Semua hak dilindungi oleh Lembaga Otonom Lembaga Informasi dan Riset Indonesia (KITA INFO dan Riset) – Lembaga KITA.

Suggested citation:

Dewi, S., Daud, I., Syahputri, A., Giriati, G., & Azazi, A. (2026). Pengaruh *Liquidity Shock*, *Market Risk*, dan *Abnormal Trading Volume* terhadap Return Saham (Studi pada Sektor Energi). *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 12(4), 3199-3211. <https://doi.org/10.35870/jemsi.v12i4.6551>.

Abstrak

Sektor Energi Indonesia telah menunjukkan fluktuasi yang signifikan setelah krisis energi disebabkan ketidakstabilan geopolitik global dan demand shock pasca-pandemi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Liquidity Shock*, *Market Risk*, dan *Abnormal Trading Volume* terhadap return saham perusahaan yang terdaftar di Sektor Energi. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan memanfaatkan data sekunder selama periode Januari 2022 – Desember 2024. Sampel dipilih menggunakan teknik purposive sampling dan data dianalisis menggunakan model regresi linier berganda. Hasil penelitian ini adalah (1) secara simultan, *Liquidity Shock*, *Market Risk*, dan *Abnormal Trading Volume* berpengaruh terhadap return saham; (2) secara parsial, *Liquidity Shock* dan *Abnormal Trading Volume* berpengaruh positif dan bertindak sebagai faktor utama dalam menentukan return saham, sedangkan *Market Risk* terbukti memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap return saham.

Kata Kunci: Guncangan likuiditas; Risiko Pasar; Beta; Volume Perdagangan Abnormal; Return Saham.

Abstract

The Indonesian energy sector has exhibited significant fluctuations following the energy crisis triggered by global geopolitical instability and post-pandemic demand shocks. This study aims to analyze the influence of *Liquidity Shock*, *Market Risk*, and *Abnormal Trading Volume* on the stock returns of companies listed in the Energy Sector in Indonesia. This research employs a quantitative approach utilizing secondary data spanning from January 2022 to December 2024. Samples were selected using a purposive sampling technique, and the data were analyzed using a multiple linear regression model. The results of this study indicate that (1) Simultaneously, *Liquidity Shock*, *Market Risk*, and *Abnormal Trading Volume* significantly influence stock returns. (2) Partially, *Liquidity Shock* and *Abnormal Trading Volume* have a positive influence and serve as key factors in determining stock returns, whereas *Market Risk* is proven to have a significant negative impact on stock returns.

Keyword: *Liquidity Shock*; *Market Risk*; Beta; *Abnormal Trading Volume*; Stock Return.

1. Pendahuluan

Pasar modal memegang peranan sentral sebagai fasilitator alokasi modal dan barometer kesehatan ekonomi modern (Bimenyimana *et al.*, 2025). Di Indonesia, resiliensi pasar terbukti solid pasca-pandemi, ditandai dengan lonjakan partisipasi investor domestik yang tumbuh eksponensial dari 7,49 juta pada 2021 menjadi 14,87 juta pada akhir 2024 (KSEI, 2024). Namun, di balik optimisme pertumbuhan jumlah investor ritel yang mendominasi 99,70% pasar, terdapat dinamika sektoral yang sangat fluktuatif, khususnya pada Sektor Energi. Ketidakpastian ini dipicu oleh eskalasi konflik geopolitik Rusia-Ukraina pada Februari 2022 yang menciptakan guncangan pasokan energi global. Sanksi internasional dan embargo terhadap Rusia memicu krisis energi dan memaksa *rerouting supply* yang melambungkan harga komoditas dunia, termasuk minyak mentah Brent yang menembus USD 100 per barel (Dano, 2022; Detik.com, 2022; IESR, 2022). Dampak *commodity boom* ini direspons secara agresif oleh pasar modal Indonesia. Data IDX IECMD mencatat indeks sektor energi tahun 2022 meroket hingga 100,05%, jauh melampaui pertumbuhan IHSG (4,09%) dan LQ45 (0,62%) (OJK, 2023). Kinerja impresif ini didorong oleh lonjakan harga komoditas ekspor unggulan seperti pertumbuhan harga Nikel yang naik 52,93% dan Batubara sebesar 41,59% pada puncaknya di April 2022 dibanding bulan sebelumnya, yang secara signifikan mendongkrak penerimaan negara hingga 116% dari target (Kementerian ESDM, 2024, 2026; Meilani, 2022). Akan tetapi, tingginya harga minyak dunia juga menjadi pedang bermata dua yang membebani biaya logistik domestik akibat ketergantungan impor minyak (ANTARA News, 2022). Fenomena ini menciptakan volatilitas ekstrem; setelah lonjakan tajam pada 2022, sektor energi terkoreksi signifikan sebesar -7,84% pada 2023 seiring normalisasi harga komoditas, sebelum mencoba pulih kembali sebesar 28,01% pada 2024 (OJK, 2024, 2025). Fluktuasi ekstrem ini memunculkan indikasi terjadinya *Liquidity Shock* sebagai permasalahan kritis. Data Statistik Saham Sektoral OJK mengungkapkan anomali di mana volatilitas harga disertai penurunan aktivitas perdagangan yang masif. Rata-rata volume perdagangan harian sektor energi anjlok lebih dari 50% dari 6.261 juta lembar (2022) menjadi 2.674 juta lembar saham (2023) (OJK, 2024). Kekeringan likuiditas yang tiba-tiba ini merupakan penyimpangan serius yang berpotensi mendestabilisasi harga saham (Hu *et al.*, 2025). Penurunan volume di tengah gejolak harga menandakan risiko likuiditas yang tinggi, di mana pasar kehilangan kedalamannya saat dibutuhkan.

Selain faktor mikro pasar, *Market Risk* menjadi variabel krusial akibat tekanan makroekonomi. Kenaikan harga BBM bersubsidi pada September 2022 memicu lonjakan inflasi yang direspons Bank Indonesia dengan menaikkan suku bunga acuan secara agresif dari 3,50% hingga ke puncak 6,25% pada April 2024 (Bank Indonesia, 2025; CNBC Indonesia, 2023). Dalam kerangka Capital Asset Pricing Model (CAPM), kenaikan suku bunga meningkatkan *cost of capital* dan mengubah *expected return* investor, yang secara langsung memengaruhi penilaian risiko sistematis saham energi (Kumar & Misra, 2019). Di sisi perilaku, respons investor terhadap arus informasi tercermin melalui *Abnormal Trading Volume* (ATV). Sebagai sektor yang *news-sensitive*, pergerakan saham energi sering kali didorong oleh sentimen berita global seperti isu perang dan harga komoditas daripada fundamental perusahaan semata. Lonjakan volume transaksi di luar batas wajar menjadi proksi penting untuk mendeteksi masuknya informasi baru dan sentimen investor yang memengaruhi pergerakan harga (Li *et al.*, 2024; Wright & Swidler, 2023). Penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang beragam mengenai pengaruh variabel-variabel ini. Jang (2022) dan Li *et al.* (2024) menemukan dampak positif *liquidity shock* dan ATV terhadap return, sementara Feng *et al.* (2023) justru menemukan dampak negatif dari volatilitas likuiditas. Inkonsistensi temuan ini, dikombinasikan dengan fenomena anomali sektor energi Indonesia yang mengalami siklus naik dan turun akibat perang dan pemulihan pasca-pandemi, menciptakan urgensi penelitian ini. Studi ini bertujuan mengintegrasikan faktor mikro (*Liquidity Shock*, ATV) dan makro (*Market Risk*) untuk memberikan analisis komprehensif mengenai determinan return saham sektor energi di Indonesia di tengah ketidakpastian global.

2. Tinjauan Pustaka

Likuiditas memegang peranan vital sebagai pilar utama dalam menjaga stabilitas sistem keuangan dan mendorong pertumbuhan ekonomi, khususnya saat menghadapi kondisi pasar yang penuh ketidakpastian (Zaremba *et al.*, 2021). Meskipun guncangan likuiditas dapat memicu volatilitas, keberadaan pasar yang efisien dengan aktivitas perdagangan aktif tetap memberikan kontribusi positif terhadap kinerja pasar jangka panjang (Bhattacharya *et al.*, 2019). Secara konseptual, pasar dianggap likuid jika memenuhi karakteristik multidimensional yang mencakup kedalaman, keluasan, ketahanan, serta kecepatan eksekusi (Zaidi & Rupeika-Apoga, 2021). Dalam konteks ini, *liquidity shock* didefinisikan sebagai perubahan mendadak pada kondisi likuiditas yang menjadi faktor risiko sistematis dan mengganggu fungsi intermediasi keuangan secara agregat (Suardi *et al.*, 2022). Fenomena ini sering dipicu oleh ketidakpastian eksternal yang memperburuk ketidaklikuidan saham (Dash & Maitra, 2022). Dalam penetapan harga aset, risiko likuiditas berpengaruh signifikan melalui mekanisme premi risiko (Kumar & Misra, 2019). Investor cenderung menuntut *expected returns* yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko kesulitan transaksi yang mereka tanggung (Bhattacharya *et al.*, 2020). Namun, bukti empiris terkini mendukung hubungan positif, di mana likuiditas berfungsi sebagai saluran transmisi utama yang memperbesar dampak volatilitas pasar terhadap return saham (Ma *et al.*, 2017). Lonjakan likuiditas sering kali diinterpretasikan oleh pelaku pasar sebagai sinyal masuknya informasi positif atau *investor attention* yang memicu tekanan beli (Jang, 2022). Lebih lanjut, aset dengan sensitivitas tinggi terhadap risiko likuiditas terbukti memberikan prediksi return yang kuat dalam penilaian portofolio (Ma & Zhang, 2021). Tingginya likuiditas juga mencerminkan efisiensi pasar yang secara fundamental meningkatkan kepercayaan investor untuk mengakumulasi aset (Hirsch *et al.*, 2019).

Market risk merupakan risiko sistematis yang mencerminkan sensitivitas tingkat keuntungan saham terhadap kondisi pasar global dan menjadi fundamental bagi manajemen portofolio (Hertina *et al.*, 2018). Sebagai indikator utama ketidakpastian ekonomi suatu negara, risiko ini diukur melalui koefisien Beta yang menggambarkan respons saham individual terhadap fluktuasi indeks harga saham gabungan (Hertina *et al.*, 2018; Widhiarti *et al.*, 2018). Landasan teoretis utama yang menjelaskan hubungan ini adalah *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), yang berasumsi bahwa dalam pasar sempurna, investor yang *risk-averse* akan menuntut kompensasi return linear yang lebih tinggi untuk setiap unit risiko sistematis yang ditanggung (Tlemsani *et al.*, 2020; Zhang, 2024). Namun, literatur terkini menunjukkan bahwa validitas CAPM sering kali tidak konsisten, terutama di pasar negara berkembang yang memiliki kendala likuiditas dan transparansi (Kumar & Misra, 2019). Zhang (2024) menegaskan bahwa kekuatan prediksi CAPM cenderung melemah secara signifikan saat pasar mengalami volatilitas tinggi. Dalam kondisi ketidakpastian ekonomi, perilaku investor sering berubah menjadi irasional yang memicu fenomena *negative pricing of risk*, di mana saham dengan Beta tinggi justru menghasilkan return rendah (Cao *et al.*, 2025). Thamrin & Sembel (2020) menemukan bahwa pada periode tekanan pasar, peningkatan risiko justru direspons negatif karena investor memprioritaskan keamanan modal. Sentimen investor yang fluktuatif terbukti dapat mendistorsi transmisi risiko pasar sehingga hubungan risiko dan return dapat berbalik arah (Judith & Setiawan, 2025).

Volume perdagangan memegang peranan vital dalam mekanisme penentuan harga aset, di mana signifikansi statistik model prediksi sering kali meningkat drastis saat variabel ini diperhitungkan (Li *et al.*, 2024). Secara spesifik, *Abnormal Trading Volume* (ATV) didefinisikan sebagai lonjakan aktivitas perdagangan yang menyimpang dari rata-rata historisnya dan berfungsi sebagai proksi utama bagi sentimen serta tingkat perhatian investor (Jang, 2022). Fenomena lonjakan volume ini dianggap sebagai sinyal kuat adanya aliran informasi privat baru yang masuk ke pasar dan mengubah valuasi aset (Wright & Swidler, 2023). Dalam perspektif *market-microstructure*, ATV merupakan manifestasi dari interaksi kompleks antara *limit order* dan *market order* yang bereaksi terhadap ketidakseimbangan informasi dalam *order book* (Elomari-Kessab *et al.*, 2024). Hubungan positif antara ATV dan return saham dijelaskan melalui teori persistensi sentimen dan atensi investor (Li *et al.*, 2024). Penelitian Li *et al.* (2024) membuktikan bahwa saham dengan ATV ekstrem cenderung menghasilkan return positif yang signifikan dalam jangka pendek karena tingginya partisipasi investor irasional yang mendorong harga naik. Kondisi

RESEARCH ARTICLE

ini diperkuat ketika terdapat batasan *short-selling*, sehingga pandangan optimis investor lebih mendominasi pembentukan harga pasar. Sejalan dengan hal tersebut, Kresta *et al.* (2024) mengonfirmasi bahwa sentimen investor yang tecermin dalam volume perdagangan memiliki daya prediksi positif terhadap return saham di masa depan. Wright & Swidler (2023) juga menemukan bahwa meskipun terdapat volatilitas, aktivitas perdagangan abnormal sering kali mendahului pergerakan harga positif pada hari berikutnya sebagai respons terhadap penyerapan informasi. Dengan demikian, lonjakan volume mencerminkan tingginya permintaan yang secara fundamental mendorong apresiasi harga saham (Li *et al.*, 2024).

3. Metode Penelitian

3.1 Model Penelitian dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif yang bertujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya berdasarkan teori dan temuan empiris yang ada (Riyanto & Hatmawan, 2022). Penelitian ini berfokus pada pengujian pengaruh *Liquidity Shock*, *Market Risk*, dan *Abnormal Trading Volume* terhadap Return Saham pada perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel dan sumber data yang digunakan adalah data sekunder melalui platform Investing.com. Data mencakup harga saham harian dan bulanan untuk periode penelitian tahun 2022 hingga 2024. Periode data ditarik mundur mulai dari Desember 2020 karena perhitungan variabel independen membutuhkan data historis 13 bulan sebelumnya.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berjumlah 91 perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel berdasarkan ciri-ciri atau sifat-sifat tertentu yang dipandang mempunyai sangkut paut yang erat dengan karakteristik populasi (Riyanto & Hatmawan, 2022). Adapun kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).	91
2	Perusahaan IPO sesudah periode Desember 2020.	(25)
3	Perusahaan mengalami masa "saham tidur" selama periode Desember 2020 - Desember 2024.	(20)
4	Perusahaan tidak aktif melakukan transaksi lebih dari 30 hari selama periode Desember 2020 - Desember 2024.	(6)
Jumlah sampel penelitian		40
Jumlah Observasi (36 bulan x 40)		1440

3.3 Variabel Penelitian

Berikut ini operasional variabel untuk variabel-variabel yang diteliti:

Tabel 2. Variabel Penelitian

Variabel	Definisi	Rumus
<i>Liquidity Shock</i> (X_1)	Penyimpangan besar tingkat likuiditas saham dari trennya akibat adanya informasi baru atau perubahan ekspektasi pasar (Feng <i>et al.</i> , 2023).	$LS_{it} = (1) \times [\log(Amihud_i) - \log(Amihud_{i,t-12,t-1})]$
<i>Market Risk</i> (X_2)	Market risk atau beta merupakan risiko sistematis yang diukur melalui koefisien beta dan memiliki	$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t} - R_{f,t}) - \epsilon_{i,t}$

RESEARCH ARTICLE

	hubungan positif dengan return yang diharapkan investor (Zhang, 2024).	
Abnormal Trading Volume (X_3)	Perubahan volume perdagangan yang merefleksikan sentimen investor (Li <i>et al.</i> , 2024).	$ATV_{it} = \log \left(\frac{Volume_{it}}{Volume_{i,t-12:t-1}} \right)$
Return Saham (Y)	Tingkat keuntungan investor dari perubahan harga saham, yang merefleksikan kinerja perusahaan (Thamrin & Sembel, 2020).	$SR_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$

3.4 Kerangka Pengolahan Data

Data dianalisis menggunakan metode analisis regresi linier berganda dengan perangkat lunak EViews 12. Model matematis yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

$$SR_{it} = \alpha + \beta_1 LS_{it} + \beta_2 MR_{it} + \beta_3 ATV_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

- SR_{it} = Return saham i pada periode t
- LS_{it} = Liquidity shock saham i pada periode t
- MR_{it} = Market risk (Beta) saham i pada periode t
- ATV_{it} = Abnormal trading volume saham i pada periode t
- β = Koefisien regresi
- e_{it} = Error saham i pada periode t

Prosedur analisis meliputi pengolahan data mentah menjadi data siap olah, pemilihan model estimasi terbaik (antara *Common*, *Fixed* atau *Random Effect Model*) melalui serangkaian pengujian yang kemudian divalidasi dengan uji asumsi klasik. Pengujian hipotesis dilakukan melalui Uji F, Uji T, dan analisis Koefisien Determinasi (R^2) untuk menyimpulkan pengaruh variabel penelitian (Thamrin & Sembel, 2020).

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Hasil

4.1.1 Analisis Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil analisa statistik deskriptif diketahui gambaran masing-masing variabel seperti yang disajikan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif

	LS	MR	ATV	SR
Mean	0.146525	2.077271	-0.156919	0.010291
Median	0.067350	1.714400	-0.129250	-0.006500
Maximum	2.899700	10.59120	1.520800	1.466200
Minimum	-1.320300	0.000400	-2.176500	-0.870200
Std. Dev.	0.546046	1.673253	0.438423	0.157944
Skewness	1.515017	1.828204	-0.515337	2.165111
Kurtosis	7.554285	7.638944	4.440173	17.76959

Variabel LS, MR, ATV memiliki nilai rata-rata yang lebih besar dari nilai standar deviasinya. Ini mengindikasikan bahwa data dari variabel berkualitas baik, karena nilai mean yang lebih besar dari standar deviasinya mengidentifikasi bahwa standard error dari variabel tersebut rendah.

RESEARCH ARTICLE

4.1.2 Hasil Uji Model Estimasi Regresi Data Panel

1) Uji Chow

Uji Chow berfungsi sebagai metode seleksi untuk menentukan model estimasi yang paling tepat antara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model*. Pengambilan keputusan didasarkan pada nilai probabilitas *cross-section*; apabila nilai tersebut berada di bawah taraf signifikansi 0,05, maka model *Fixed Effect* lebih layak digunakan. Sebaliknya, jika nilai probabilitas melampaui 0,05, maka model *Common Effect* yang akan dipilih

Tabel 4. Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.346472	(39,1089)	0.0775
Cross-section Chi-square	53.310668	39	0.0631

Hasil pengujian menunjukkan nilai probabilitas *cross-section* Chi-square sebesar 0,0631 yang berada di atas taraf signifikansi 0,05. Dengan demikian, model *Common Effect* dinilai lebih tepat untuk digunakan dibandingkan *Fixed Effect*. Langkah selanjutnya adalah melakukan Uji *Lagrange Multiplier* (LM) guna menentukan model terbaik antara pendekatan *Common Effect* atau *Random Effect*.

2) Uji Lagrange Multiplier (LM)

Uji LM merupakan instrumen statistik yang digunakan untuk menyeleksi metode estimasi terbaik antara model *common effect* dan *random effect*. Pengujian ini menjadi langkah verifikasi krusial, terutama ketika terdapat indikasi perlunya pembuktian lebih lanjut pasca Uji Chow. Dengan demikian, Uji LM bertindak sebagai penentu akhir dalam menetapkan apakah data lebih tepat direpresentasikan oleh pendekatan efek umum atau efek acak.

Tabel 5. Hasil Uji Lagrange Multiplier

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.022760 (0.8801)	275.5964 (0.0000)	275.6192 (0.0000)

Berdasarkan Tabel 5, hasil Uji LM menunjukkan nilai *cross-section* Breusch-Pagan sebesar 0,8801. Karena nilai tersebut melampaui taraf signifikansi 0,05, maka pendekatan *Common Effect Model* dinilai lebih tepat dibandingkan *Random Effect*. Dengan mensintesis hasil ini bersama temuan Uji Chow sebelumnya, dapat disimpulkan secara definitif bahwa *Common Effect Model* merupakan model estimasi terbaik untuk penelitian ini.

4.1.3 Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini, uji asumsi klasik diterapkan untuk mendeteksi potensi penyimpangan yang dapat memengaruhi akurasi estimasi model. Pada model *Ordinary Least Squares* (OLS), regresi data panel tidak mewajibkan pemenuhan seluruh asumsi klasik. Fokus pengujian dibatasi pada uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Menurut (Napitupulu *et al.*, 2021), uji linieritas dapat diabaikan karena model regresi secara inheren diasumsikan bersifat linier. Demikian pula dengan uji autokorelasi yang dianggap tidak relevan pada data panel atau *cross-section*, mengingat masalah tersebut lazimnya hanya terjadi pada data *time series*. Terkait uji multikolinearitas, pengujian ini hanya diperlukan jika model melibatkan lebih dari satu variabel independen. Sementara itu, uji heteroskedastisitas menjadi krusial karena karakteristik data panel yang cenderung mendekati sifat data *cross-section*. Adapun uji normalitas sering kali tidak dianggap sebagai syarat mutlak karena bukan merupakan komponen utama dalam kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE).

RESEARCH ARTICLE

1) Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas diperlukan untuk memastikan tidak adanya korelasi yang kuat antar variabel independen dalam model regresi. Instrumen deteksi yang digunakan adalah *Variance Inflation Factor* (VIF). Kriterianya adalah: jika nilai VIF < 10, maka model dinyatakan bebas dari gejala multikolinearitas. Sebaliknya, nilai VIF > 10 mengindikasikan adanya masalah multikolinearitas (Napitupulu *et al.*, 2021).

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	5.83E-05	2.758714	NA
LS	9.03E-05	1.363088	1.271456
MR	7.66E-06	2.575653	1.013009
ATV	0.000140	1.433970	1.271004

Tabel 6 menunjukkan bahwa setiap variabel independen memiliki nilai VIF < 10, maka dapat disimpulkan bahwa data bebas dari gejala multikolinearitas, dimana pada model regresi tidak ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas.

2) Uji Heteroskedastisitas

Untuk mendeteksi ketidaksamaan varians dari residual, penelitian ini menggunakan Uji ARCH sebagaimana dikembangkan oleh Engle (1982). Pengujian ini bertujuan memastikan tidak adanya autokorelasi dalam varians residual. Indikator keberhasilan uji dilihat dari Prob. Chi-Square. Jika probabilitas > 0,05, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Napitupulu *et al.*, 2021). Namun, jika probabilitas < 0,05, maka terbukti terdapat gangguan heteroskedastisitas dalam model. Berikut hasil uji heteroskedastisitas.

Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas

F-statistic	0.023863	Prob. F(1,33)	0.8782
Obs*R-squared	0.025291	Prob. Chi-Square(1)	0.8736

Berdasarkan Tabel 7, pengujian menggunakan metode ARCH menghasilkan nilai probabilitas Chi-Square sebesar 0,8736 (>0,05). Angka ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas, yang berarti varians dari error term (residual) bersifat stabil atau konstan. Oleh karena itu, model estimasi ini dinyatakan valid dari sisi heteroskedastisitas.

4.1.4 Uji Analisis Data

1) Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda merupakan instrumen statistik yang digunakan untuk memodelkan hubungan kausalitas antara dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen. Selain mengestimasi besarnya pengaruh, teknik ini juga berfungsi untuk mengidentifikasi arah korelasi antar variabel, apakah bersifat searah (positif) atau berlawanan (negatif).

Tabel 8. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.028709	0.008792	3.265574	0.0011
LS	0.030086	0.010573	2.845563	0.0045
MR	-0.006585	0.003274	-2.011575	0.0445
ATV	0.058294	0.013534	4.307290	0.0000

RESEARCH ARTICLE

Hasil analisis regresi data panel pada tabel 8 menghasilkan persamaan regresi berikut ini: $\text{Return} = 0.028709 + 0.030086 \cdot \text{LS} - 0.006585 \cdot \text{MR} + 0.058294 \cdot \text{ATV} + e$. Berdasarkan persamaan tersebut, maka kita dapat menafsirkan sebagai berikut :

- a) Jika LS, MR, dan ATV dianggap bernilai 0, maka nilai awal (konstanta) return saham adalah sebesar 0.028709. Nilai ini menunjukkan return saham ketika seluruh variabel independen tidak mengalami perubahan.
- b) Koefisien regresi LS sebesar 0.030086 mengindikasikan bahwa setiap kenaikan satu satuan LS akan meningkatkan return saham sebesar 0.030086, dengan asumsi variabel lain konstan.
- c) Koefisien regresi MR sebesar -0.006585 menggambarkan bahwa setiap kenaikan satu satuan MR akan menyebabkan penurunan return saham sebesar 0.006585, dengan asumsi variabel lain tetap.
- d) Koefisien regresi ATV sebesar 0.058294 menunjukkan bahwa setiap kenaikan satu satuan ATV akan meningkatkan return saham sebesar 0.058294, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

2) Uji Parsial (Uji T)

Untuk menentukan sejauh mana kontribusi masing-masing variabel prediktor terhadap variabel terikat, dilakukan Uji T. Interpretasi hasil didasarkan pada perbandingan nilai signifikansi terhadap $\alpha = 5\%$. Hipotesis Nol (H_0) akan ditolak jika nilai probabilitas $< 0,05$, dan diterima jika nilai probabilitas $> 0,05$. Berdasarkan kriteria tersebut, hasil pengujian parsial yang dapat dilihat pada tabel 8 adalah sebagai berikut:

a) Pengujian terhadap *Liquidity Shock* (LS)

Hipotesis pertama menyatakan bahwa LS berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Berdasarkan hasil pengujian, nilai probabilitas untuk variabel LS adalah 0,0045. Nilai ini lebih kecil dari 0,05, sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima. Selain itu, koefisien regresi LS bernilai positif sebesar 0.030086, yang menunjukkan bahwa LS memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Dengan demikian, peningkatan LS akan meningkatkan return saham.

b) Pengujian terhadap *Market Risk* (MR)

Hipotesis kedua menyatakan bahwa MR berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Berdasarkan hasil analisis, diperoleh nilai probabilitas MR sebesar $0,0445 < 0,05$. Secara statistik, hasil ini menunjukkan bahwa MR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Namun, nilai koefisien regresi menunjukkan angka negatif sebesar -0.006585 . Hal ini mengindikasikan bahwa arah hubungan yang terbentuk justru berlawanan dengan hipotesis. Dengan demikian, H_2 ditolak dan disimpulkan bahwa peningkatan MR justru akan menurunkan return saham secara signifikan.

c) Pengujian terhadap *Abnormal Trading Volume* (ATV)

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa ATV berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Berdasarkan hasil pengujian, nilai probabilitas ATV adalah 0,0000, yang jauh lebih kecil dari 0,05. Oleh karena itu, H_0 ditolak dan H_3 diterima. Koefisien regresi ATV sebesar 0.058294 dan bernilai positif, yang menunjukkan bahwa ATV memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi ATV, maka return saham akan meningkat.

3) Uji Koefisien Determinasi

Untuk mengetahui seberapa besar persentase pengaruh variabel prediktor terhadap variabel terikat, digunakan koefisien determinasi (R^2). Statistik ini memiliki rentang nilai dari 0 sampai 1. Apabila hasil perhitungan menunjukkan angka yang mendekati 1, maka variabel prediktor dianggap memiliki kekuatan penjelas yang tinggi. Namun, jika nilainya rendah, hal itu menandakan bahwa variabel prediktor belum mampu menjelaskan fenomena variabel terikat secara komprehensif.

Tabel 9. Hasil Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.086803	Mean dependent var	0.010291
Adjusted R-squared	0.051583	S.D. dependent var	0.157944
S.E. of regression	0.153817	Akaike info criterion	-0.868865
Sum squared resid	25.76527	Schwarz criterion	-0.677730
Log likelihood	534.7777	Hannan-Quinn criter.	-0.796659
F-statistic	2.464603	Durbin-Watson stat	1.936279
Prob(F-statistic)	0.000001		

Nilai R-squared pada Tabel 9 tercatat sebesar 0,086803 yang mengindikasikan bahwa variabel independen dalam model ini hanya mampu menjelaskan 8,68% variasi variabel dependen, sementara sisanya sebesar 91,32% dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian. Rendahnya koefisien determinasi ini dapat dijelaskan oleh kompleksitas pembentukan harga saham itu sendiri. Sebagaimana dijelaskan oleh (Thamrin & Sembel, 2020) bahwa return saham bukan hanya dipengaruhi oleh faktor tunggal, melainkan merupakan hasil interaksi simultan antara fundamental internal perusahaan, risiko pasar (*market risk*), serta kondisi makroekonomi yang sangat kompleks. Variabel-variabel di luar model ini, misal saja rasio profitabilitas, Produk Domestik Bruto (PDB), tingkat suku bunga, dan kurs asing memiliki kontribusi signifikan terhadap fluktuasi return yang tidak tertangkap sepenuhnya oleh variabel dalam penelitian ini (Judith & Setiawan, 2025; Thamrin *et al.*, 2020).

4) Uji Simultan (Uji F)

Uji simultan dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen yang dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengambilan keputusan didasarkan pada dua indikator. Pertama, dengan membandingkan nilai statistik F_{hitung} dengan F_{tabel} ; jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka H_0 ditolak, yang berarti variabel independen berpengaruh signifikan. Kedua, melihat nilai probabilitas (Sig.); jika nilai probabilitas F-statistik kurang dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara simultan mempengaruhi variabel dependen.

Hasil uji F pada tabel 9 menghasilkan nilai F_{hitung} sebesar 2,4646, sementara F_{tabel} sebesar 1.3953. Dengan hasil uji F menunjukkan $2,4646 F_{hitung} > 1.3953 F_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan disimpulkan ketiga variabel Liquidity Shock (LS), Market Risk (MR), dan Abnormal Trading Volume (ATV) secara simultan berpengaruh terhadap return saham. Selain itu, nilai probabilitas F-statistik sebesar 0.000001 lebih rendah dari nilai α yaitu 0,05 juga mendukung temuan ini dengan nilai F-statistik.

4.2 Pembahasan

Hasil penelitian membuktikan bahwa *Liquidity Shock* berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Temuan ini dapat dijelaskan melalui fenomena *flight-to-liquidity*, di mana pada sektor energi yang rentan terhadap volatilitas tinggi maka investor cenderung memprioritaskan aset likuid sebagai langkah mitigasi risiko saat kondisi pasar tidak pasti. Tingginya permintaan terhadap saham yang dianggap aman ini secara otomatis mendorong kenaikan harga dan return saham tersebut (Kumar & Misra, 2019; Ma & Zhang, 2021). Sejalan dengan preferensi terhadap keamanan aset tersebut, likuiditas yang tinggi juga mencerminkan efisiensi pasar dan penurunan biaya transaksi yang secara fundamental meningkatkan kepercayaan investor untuk terus mengakumulasi aset (Hirsch *et al.*, 2019; Zaremba *et al.*, 2021). Lebih lanjut dalam perspektif perilaku, hubungan positif ini mendukung hipotesis *investor attention*, di mana guncangan pada likuiditas diinterpretasikan oleh pelaku pasar sebagai sinyal masuknya informasi baru yang memicu tekanan beli serta momentum kenaikan harga yang berkelanjutan (Jang, 2022). *Market Risk* terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham. Koefisien negatif menunjukkan bahwa peningkatan risiko pasar direspons secara negatif oleh investor sehingga menekan tingkat pengembalian saham. Meskipun teori CAPM memprediksi hubungan positif antara risiko sistematis dan return yang diharapkan, hubungan tersebut dapat melemah atau bahkan berbalik arah pada kondisi pasar yang tidak menentu (Thamrin & Sembel, 2020). Pada situasi ini, asumsi dasar CAPM mengenai investor rasional tidak terpenuhi sehingga muncul fenomena *negative pricing of risk*, di mana risiko tidak diberi

RESEARCH ARTICLE

premi tetapi justru didiskon oleh pasar (Cao *et al.*, 2025; Zhang, 2024). Hal ini mencerminkan perilaku investor yang cenderung menghindari risiko demi mengamankan keuntungan modal di tengah ketidakpastian kinerja perusahaan (Judith & Setiawan, 2025). Akibatnya, pelaku pasar lebih memilih mengalokasikan aset pada saham dengan beta rendah dan berujung pada peningkatan market risk justru menurunkan return saham (Hertina *et al.*, 2018; Widhiarti *et al.*, 2018). Penelitian menunjukkan *Abnormal Trading Volume* (ATV) berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa lonjakan volume perdagangan yang tidak biasa mencerminkan adanya aliran informasi baru atau peningkatan sentimen investor yang merespons secara positif oleh pasar. Dalam literatur keuangan, volume perdagangan sering dipandang sebagai proksi perhatian investor dan agregasi perbedaan pendapat di antara pelaku pasar (Li *et al.*, 2024). Lonjakan ATV dapat menjadi sinyal bahwa pasar sedang bereaksi terhadap informasi yang relevan sehingga mendorong peningkatan aktivitas transaksi dan pergerakan harga saham (Wright & Swidler, 2023). Selain itu, dari perspektif perilaku keuangan, persistensi sentimen investor pada periode tertentu dapat menyebabkan kenaikan harga saham dalam jangka pendek, yang pada akhirnya meningkatkan return saham (Li *et al.*, 2024).

5. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen dalam penelitian ini, yaitu *Liquidity Shock* (LS), *Market Risk* (MR), dan *Abnormal Trading Volume* (ATV) secara simultan berpengaruh terhadap return saham. Hal ini menunjukkan bahwa return saham tidak dipengaruhi oleh satu faktor tunggal, melainkan merupakan hasil interaksi antara kondisi likuiditas pasar, risiko sistematis, dan aktivitas perdagangan saham. Secara parsial, hasil penelitian menunjukkan bahwa *Liquidity Shock* (LS) dan *Abnormal Trading Volume* (ATV) berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan likuiditas serta lonjakan aktivitas perdagangan yang mencerminkan masuknya informasi dan tingginya minat pasar mampu mendorong peningkatan return saham. Sebaliknya, *Market Risk* (MR) terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham, yang mengindikasikan bahwa pada kondisi pasar yang tidak menentu, peningkatan risiko sistematis justru menekan tingkat pengembalian saham yang diterima investor. Dengan demikian, hasil penelitian ini menegaskan bahwa likuiditas dan aktivitas perdagangan berperan sebagai faktor pendorong return saham, sedangkan risiko pasar dapat menjadi faktor penekan return saham, khususnya pada periode ketidakpastian ekonomi atau krisis global.

Berdasarkan hasil penelitian ini, investor dan calon investor disarankan untuk memperhatikan kondisi likuiditas saham dan pasar, khususnya melalui indikator *Liquidity Shock* dan *Abnormal Trading Volume* (ATV) dapat digunakan sebagai sinyal awal adanya aliran informasi baru atau peningkatan sentimen pasar yang berpotensi mendorong kenaikan return saham dalam jangka pendek. Di sisi lain, investor juga perlu mewaspadaai tingkat *Market Risk* terutama pada periode volatilitas tinggi atau krisis global karena peningkatan risiko pasar tidak selalu diikuti oleh peningkatan return, melainkan dapat menekan kinerja saham. Oleh karena itu, strategi investasi yang memanfaatkan momentum seperti pemilihan saham dengan risiko pasar yang lebih rendah, dapat menjadi pertimbangan dalam kondisi pasar yang tidak stabil agar mendapatkan imbal hasil yang lebih tinggi. Bagi penelitian selanjutnya, disarankan untuk memperluas cakupan sampel penelitian dapat dengan menggunakan indeks saham lain atau lintas sektor guna meningkatkan generalisasi hasil penelitian. Selain itu, penelitian mendatang dapat menambahkan variabel lain seperti indikator internal perusahaan, misalnya ROA dan nilai Perusahaan, maupun variabel makroekonomi seperti kurs asing agar mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi return saham.

6. Referensi

- Bhattacharya, S. N., Bhattacharya, M., & Basu, S. (2019). Stock market and its liquidity: Evidence from ARDL bound testing approach in the Indian context. *Cogent Economics & Finance*, 7(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1586297>.
- Bhattacharya, S. N., Bhattacharya, M., & Jha, S. K. (2020). Liquidity and asset pricing: Evidence from Indian stock market. *Indian Journal of Finance and Banking*, 4(1), 109–116. <https://doi.org/10.46281/IJFB.V4i1.604>.
- Bimenyimana, J.-C., Mei-sheng, D., & Jallow, M. L. (2025). Is the stock market a “barometer” of the economy? Based on South Africa comprehensive analysis. *Economics*, 13(3), 409–427. <https://doi.org/10.2478/eoik-2025-0072>.
- Cao, Z., Wu, W., & Wu, Y. (2025). Economic uncertainty and the beta anomaly. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.4034987>.
- Dano, Di. (2022). Analisis dampak konflik Rusia-Ukraina terhadap harga bahan bakar minyak Indonesia. *CENDEKIA: Jurnal Ilmu Pengetahuan*, 2(3), 261–269. <https://doi.org/10.51878/cendekia.v2i3.1494>.
- Dash, S. R., & Maitra, D. (2022). The COVID-19 pandemic uncertainty, investor sentiment, and global equity markets: Evidence from the time-frequency co-movements. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101712. <https://doi.org/10.1016/J.NAJEF.2022.101712>.
- Detik.com. (2022). Perang dimulai! Rusia meluncurkan invasi skala penuh di Ukraina.
- Elomari-Kessab, S., Maitrier, G., Bonart, J., & Bouchaud, J.-P. (2024). Microstructure modes – Disentangling the joint dynamics of prices & order flow. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.4831906>.
- Feng, F. Y., Kang, W., & Zhang, H. (2023). Liquidity shocks and the negative premium of liquidity volatility around the world. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.3930591>.
- Hertina, D., Bayu, M., & Hidayat, H. (2018). Financial performance and systemic risk effect on stock return (Case study on oil and gas companies listed in IDX year 2011-2016): Kinerja keuangan dan pengaruh risiko sistemik terhadap return saham (Studi kasus pada perusahaan migas yang terdaftar di BEI tahun 2011-2016). *Perisai: Islamic Banking and Finance Journal*, 2(2), 87–100. <https://doi.org/10.21070/PERISAI.V2i2.1533>.
- Hirsch, M., Cook, D., Lajbcygier, P., & Hyndman, R. (2019). Revealing high-frequency trading provision of liquidity with visualization. *ACM International Conference Proceeding Series*, 157–165. <https://doi.org/10.1145/3305160.3305214>.
- Hu, O., Huang, Z., & Zheng, M. (2025). Stock market liquidity shock and macroeconomy: Evidence from G7 countries. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.5354141>.
- Jang, J. (2022). What drives stock market underreaction to liquidity shocks? Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 51(1), 44–80. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12360>.

RESEARCH ARTICLE

Judith & Setiawan, T. (2025). Determinants of future stock returns in the financial industry. In *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IJSE)* (Vol. 8, Number 3). <https://doi.org/10.31538/IJSE.V8I3.7014>.

Kementerian ESDM. (2026). Harga acuan - Ditjen Minerba.

Kresta, A., Xiong, J., & Maidiya, B. (2024). Sentiment and stock characteristics: Comprehensive study of individual investor influence on returns, volatility, and trading volumes. *Business Systems Research*, 15(2), 67–82. <https://doi.org/10.2478/bsrj-2024-0018>.

KSEI. (2024). Statistik pasar modal Indonesia 2024. <https://doi.org/10.311.152>.

Kumar, G., & Misra, A. K. (2019). Liquidity-adjusted CAPM — An empirical analysis on Indian stock market. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1–15. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1573471>.

Li, M., Yin, X., & Zhao, J. (2024). Persistence or reversal? The effects of abnormal trading volume on stock returns. *The European Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2024.2303092>.

Ma, R., Anderson, H. D., & Marshall, B. R. (2017). Market volatility, liquidity shocks, and stock returns: Worldwide evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 49, 164–199. <https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2018.04.008>.

Ma, X., & Zhang, X. (2021). The predictive performance of liquidity risk. *Cogent Economics & Finance*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1966194>.

Meilani, H. (2022). Dampak konflik Rusia-Ukraina terhadap sektor energi Indonesia.

Napitupulu, R. B., Simanjuntak, T. P., Hutabarat, L., Damanik, H., Harianja, H., Sirait, R. T. M., & Tobing, C. E. R. L. (2021). *Penelitian bisnis, teknik dan analisa dengan SPSS-STATA-Eviews*. Madenatera.

Riyanto, S., & Hatmawan, A. A. (2022). *Metode riset penelitian kuantitatif penelitian di bidang manajemen, teknik, pendidikan dan eksperimen*. DEEPUBLISH.

Suardi, S., Xu, C., & Zhou, Z. I. (2022). COVID-19 pandemic and liquidity commonality. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78, 101572. <https://doi.org/10.1016/J.INTFIN.2022.101572>.

Thamrin, J., & Sembel, R. (2020). The effect of company's fundamental, market return and macroeconomic to stock return: A case study of consumer goods companies listed in BEI period 2009-2018. *International Journal of Business*, 4(3), 184–197. <https://doi.org/10.32924/IJBS.V4I3.115>.

Tlemsani, I., Alkhaldi, A., Aljeshi, B., Alluwaimi, I., Alrayes, J., Tlemsani, I., Alkhaldi, A., Aljeshi, B., Alluwaimi, I., & Alrayes, J. (2020). Analysis of the capital asset pricing model: Application to General Electric performance. *Theoretical Economics Letters*, 10(5), 1103–1112. <https://doi.org/10.4236/TEL.2020.105065>.

Widhiarti, R. P., Anggraeni, L., & Pasaribu, S. H. (2018). Analysis of investor sentiment impact in Indonesia composite stock price index return volatility. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship*, 4(3), 239–239. <https://doi.org/10.17358/IJBE.4.3.239>.

RESEARCH ARTICLE

- Wright, C., & Swidler, S. (2023). Abnormal trading volume, news and market efficiency: Evidence from the Jamaica Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101804>.
- Zaidi, S. H., & Rupeika-Apoga, R. (2021). Liquidity synchronization, its determinants and outcomes under economic growth volatility: Evidence from emerging Asian economies. *Risks*, 9(2), 43. <https://doi.org/10.3390/RISKS9020043>.
- Zaremba, A., Aharon, D. Y., Demir, E., Kizys, R., & Zawadka, D. (2021). COVID-19, government policy responses, and stock market liquidity around the world: A note. *Research in International Business and Finance*, 56, 101359. <https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2020.101359>.
- Zhang, J. (2024). Empirical test and analysis of capital asset pricing model (CAPM) in China's capital market. *Frontiers in Business, Economics and Management*, 17(3), 399–403. <https://doi.org/10.54097/P7W24Q63>.