

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data yang telah dikumpulkan, hasil pengolahan data, dan pembahasan hasil pengolahan data tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah deskripsi data penelitian, analisis regresi data panel, hasil pengujian hipotesis, dan pembahasan hasil penelitian.

4.1. Deskripsi Data Penelitian

4.1.1. Hasil Pemilihan Sampel

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data harian dari perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2014. Sesuai dengan kriteria pemilihan sampel yang ditentukan pada bab sebelumnya, yakni perusahaan yang terdaftar di BEI yang dijadikan sampel sejak tahun 2007 sampai dengan tahun 2014 berjumlah 89 perusahaan. Secara ringkas prosedur pemilihan sampel tampak dalam tabel 4.1.

Tabel 4.1
Sampel Yang akan diolah

Keterangan	Jumlah
Jumlah Saham yang terdaftar di BEI periode 2007 – 2014	309
Saham yang tidak ditransaksikan investor asing	117
Saham yang ditransaksikan oleh investor asing	192
Saham yang tidak aktif ditransaksikan investor asing	103
Saham yang aktif ditransaksikan oleh investor asing	89

Sumber: ICMD tahun 2007-2014

Dari populasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007 – 2014 sebanyak 309 perusahaan. Saham yang tidak diperdagangkan oleh investor asing sejumlah 117, sehingga sampel yang dipilih sebanyak 192 perusahaan. Dari sampel yang berjumlah 192 perusahaan, 103 perusahaan tidak digunakan oleh karena saham tidak aktif ditransaksikan oleh investor asing. Akhirnya, 89 perusahaan dijadikan sampel dan diambil datanya sesuai dengan kebutuhan pengujian hipotesis.

4.1.2. Besaran Angka Variabel Penelitian

Hasil pengolahan deskripsi data penelitian dengan menggunakan Eviews 6.0 terlihat dalam tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Max	Min	Standar Deviasi
ER	0,017	0	2,689	-0,893	0,166
Beta	0,745	0,691	6,714	-5,344	0,767
EBS	0,229	0,187	2,783	0	0,190
RBS	0,202	0,164	1,809	1,562	0,159
ZO	0,0008	0,0002	0,075	-0,103	0,008
LnTRV	15,076	15,490	21,887	0	2,698
TO	0,002	0,001	0,137	0	0,006
AMD	0,005	3.93E-06	6,644	0	0,119
LnAMS	25,788	26,604	33,944	0	4,831
ILLZ	0,001	0,0008	0,084	0	0,001
GAMMA	6,72E-05	2,02E-10	0,737	-0,910	0,013
LOT	1,092	0,089	21,658	-3,449	1,476
NFB	0,049	0,022	1,00	-3,534	0,496

Sumber: Data yang diolah.

Deskripsi data penelitian dari masing-masing variabel meliputi nilai mean, median, nilai minimum, nilai maksimum, dan standard deviasi. Dalam tabel 4.2 dapat dilihat data observasi sebanyak 8544 dengan beberapa data variabel penelitian. Penjelasan untuk setiap variabel penelitian nampak seperti berikut ini:

4.1.2.1. *Return* saham (ER).

Proksi *return* saham digunakan adalah *return* ekspektasi [$E(R_i)$]. *Return* ekspektasi merupakan selisih antara harga penutupan saham i pada bulan t dan harga penutupan saham i pada bulan $t-1$ dibagi dengan harga penutupan saham i pada bulan $t-1$. Rata-rata (*mean*) nilai *return* saham ditunjukkan variabel $E(R_i)$ sebesar 0,017 dengan nilai standard deviasi sebesar 0,166. *Return* saham tertinggi sebesar 2,689 dan terendah sebesar -0,893. Tingginya nilai standard deviasi melebihi rata-rata nilai *return* saham dengan koefisien variasi sebesar 9,53%, yang diperoleh dari $0,166/0,017$ menunjukkan bahwa fluktuasi *return* saham di Indonesia cukup tinggi.

4.1.2.2. Beta.

Beta merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu saham atau portofolio relatif terhadap risiko pasar. Beta berfungsi sebagai pengukur volatilitas *return* saham atau portofolio terhadap *return* pasar. Pengestimasian beta saham (β) dengan menggunakan model indeks tunggal. Rata-rata (*mean*) nilai beta saham sebesar 0,745 yang diartikan bahwa rata-rata beta saham di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 0,74. Beta saham tertinggi sebesar 6,71

dan terendah sebesar -5,34. Nilai rata-rata beta < 1 berarti bahwa sebagian besar saham perusahaan yang dijadikan sampel memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan risiko pasar, dan dengan tingkat fluktuasi *return* yang lebih rendah jika dibandingkan dengan *return* pasar.

4.1.2.3. Likuiditas saham.

Variabel likuiditas saham mencakup empat dimensi, yaitu *width*, *depth*, *immediacy*, dan *resiliency* (Chollete, Naes, dan Skjeltorp, 2007). Dimensi *width* diukur dengan *effective bid-ask spread (Roll)*, dan *relative bid-ask spread*. Volume perdagangan merupakan *depth measures*. Dimensi *immediacy* diukur dengan *turnover* dan *zero trade ratio*, sedangkan Ukuran Amihud, Amivest, *Adj-illiq*, dan Gamma digunakan untuk menangkap dimensi ketahanan (*resiliency dimension*). LOT merupakan dimensi diluar keempat dimensi tersebut. Penjelasan setiap dimensi akan nampak seperti berikut:

4.1.2.3.a Dimensi *width*.

Dimensi *Width* digambarkan dengan penyebaran (*spread*). *Spread* menunjukkan besarnya biaya transaksi dalam melakukan transaksi perdagangan. Dalam penelitian ini dimensi *width* diukur dengan *effective bid-ask spread (Roll)*, dan *relative bid-ask spread*.

Hasil *effective bid-ask spread* yang diharapkan adalah nilai *spread* yang kecil. Semakin kecil nilai *effective spread* mengindikasikan bahwa saham tersebut memiliki biaya transaksi perdagangan (*cost of transaction*) yang kecil. Semakin

kecil biaya transaksi maka saham tersebut semakin likuid. Rata-rata (*mean*) nilai *effective bid-asked spread* (*Roll measure*) ditunjukkan dengan variabel EBS sebesar 0,229; yang diartikan bahwa rata-rata *effective bid-asked spread* di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007–2014 adalah sebesar 23 %. Hal ini mengindikasikan bahwa *spread* harga *bid* dan harga *asked* adalah sebesar 23 %. Biaya untuk setiap perdagangan (*transaction cost*) dalam menjual atau membeli saham tersebut rata-rata sebesar 11,5%. *Effective spread* tertinggi sebesar 2,783 dan terendah sebesar 0.

Seperti *effective spread*, hasil yang diharapkan dari *relative bid-asked spread* adalah nilai *spread* yang paling kecil. Semakin kecil nilai *relative spread* mengindikasikan bahwa saham tersebut memiliki biaya transaksi perdagangan (*cost of transaction*) yang kecil. Semakin kecil biaya transaksi maka saham tersebut semakin likuid. Rata-rata (*mean*) nilai *relative bid-asked spread* ditunjukkan variabel RBS sebesar 0,202 yang diartikan bahwa rata-rata *relative bid-asked spread* di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 20,2 %. Biaya untuk setiap perdagangan (*transaction cost*) dalam menjual atau membeli saham tersebut rata-rata sebesar 10,1%. *Relative bid-asked spread* tertinggi sebesar 1,809 dan terendah sebesar -1,562.

4.1.2.3.b Dimensi *depth*

Dimensi *Depth* berkaitan dengan seberapa besar jumlah sekuritas dapat diperdagangkan pada harga yang ditentukan (*given price*) tanpa mempengaruhi

harga secara substansial. Saham yang kurang likuid sering diperdagangkan dalam jumlah yang kecil. Dimensi *depth* diukur dengan *trading volume* (TRV). Ln TRV merupakan proxy untuk mengukur *trading volume*. Rata-rata (*mean*) nilai *trading volume* ditunjukkan dengan variabel *trading volume* (TRV) sebesar 15,07. Nilai *trading volume tertinggi* sebesar 21,887 dan terendah sebesar 0.

4.1.2.3.c. Dimensi *immediacy*

Dimensi *Immediacy* berkaitan dengan waktu yang dibutuhkan untuk melaksanakan transaksi. Seberapa sering transaksi atau penawaran dilaksanakan menunjukkan saham yang likuid. Dimensi *immediacy* diukur dengan *zero trade ratio* (ZO) dan *turnover* (TO).

Rata-rata (*mean*) nilai *zero trade ratio* ditunjukkan variabel ZO sebesar 0.0008 yang diartikan bahwa rata-rata *Zero trade ratio* di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 0,08%. Nilai *Zero trade ratio tertinggi* sebesar 0,075 dan terendah sebesar -0,103. Hal ini berarti sebagian saham yang dijadikan sampel aktif diperdagangkan karena memiliki nilai *zero yang rendah*, mendekati nilai minimumnya.

Rata-rata (*mean*) nilai *turnover* ditunjukkan variabel TO sebesar 0,002 yang diartikan bahwa rata-rata *turnover* di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 0,2%. Nilai *turnover tertinggi* sebesar 0,137 dan terendah sebesar 0. Hal ini berarti sebagian besar perusahaan yang dijadikan sampel memiliki *turnover yang rendah* karena lebih mendekati nilai minimumnya.

4.1.2.3.d. Dimensi *resiliency*

Resiliency berkaitan dengan seberapa banyak perubahan harga per volume yang diperdagangkan. Perubahan harga dapat menjadi biaya bagi investor untuk memenuhi harga yang ditawarkan oleh investor lain.

Rata-rata (*mean*) nilai *Amihud* ditunjukkan variabel AMD sebesar 0,00568 yang diartikan bahwa rata-rata *Amihud* di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 0,568 %. Hal ini mengindikasikan bahwa harga akan berubah rata-rata sebesar 0,568 % setiap satu juta rupiah volume transaksi yang diperdagangkan. Nilai *Amihud* tertinggi sebesar 6,64 dan terendah sebesar 0.

Ln AMS merupakan proxy untuk mengukur *amivest*. Rata-rata (*mean*) nilai *Amivest* ditunjukkan variabel AMS sebesar 25,792. Hal ini mengindikasikan volume perdagangan rata-rata berubah sebesar Rp. 25,792 setiap perubahan satu persen dari harga. Nilai *Amivest* tertinggi sebesar 33,944 dan terendah sebesar 0.

Rata-rata (*mean*) nilai *Adj-illiq* ditunjukkan variabel ILLZ sebesar 0,001 yang diartikan bahwa rata-rata *Adj-illiq* di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 0,001%. Nilai *Adj-illiq* tertinggi sebesar 0,08 dan terendah sebesar 0. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan penyesuaian *no-trading-day frequency*, harga akan berubah rata-rata sebesar 0,001 % setiap satu juta rupiah volume transaksi yang diperdagangkan.

Rata-rata (*mean*) nilai *Gamma* sebesar $6,73E-5$ yang diartikan bahwa rata-rata *Gamma* di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 0,0000673. Hal ini mengindikasikan bahwa *return* saham akan berubah rata-rata

sebesar 0,00673% setiap satu juta rupiah perubahan likuiditas secara *aggregate*.

Nilai *Gamma* tertinggi sebesar 0,737 dan terendah sebesar -0,910.

Ukuran diluar keempat dimensi tersebut adalah *Liu'S LMx measure*. LOT merupakan proxy untuk mengukur *Liu'S LMx measure*. Rata-rata (*mean*) nilai LMI (*Liu measure*) ditunjukkan variabel LOT sebesar 1,09 yang diartikan bahwa rata-rata LOT di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 1,09. Nilai LOT tertinggi sebesar 21,65 dan terendah sebesar -3,44.

4.1.2.4. Variabel *Net Foreign Trading*.

Rata-rata (*mean*) nilai *Net Foreign Trading* ditunjukkan variabel NFB sebesar 0,049 yang diartikan bahwa rata-rata NFB di Bursa Efek Indonesia kurun waktu 2007 – 2014 adalah sebesar 0,049. Nilai positif mengindikasikan bahwa transaksi *net buy* yang dilakukan oleh investor asing lebih tinggi dibandingkan transaksi *net sell*. Nilai NFB tertinggi sebesar 1,0 dan terendah sebesar -3,53.

4.1.3. Analisis Korelasi

Hasil pengolahan data penelitian analisis korelasi dengan menggunakan Eviews 6.0 terlihat dalam tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3
Analisis Korelasi

Variabel	ER	Beta	EBS	RBS	ZO	LnTRV	TO	Amd	LnAms	ILLZ	Gamma	LOT	NFT
ER	1												
Beta	0,042 0,000***	1											
EBS	0,069 0,000***	0,215 0,000***	1										
RBS	0,071 0,000***	0,226 0,000***	0,440 0,000***	1									
ZO	0,821 0,000***	0,029 0,003***	0,097 0,000***	0,028 0,004***	1								
LnTRV	0,083 0,000***	0,252 0,000***	0,086 0,000***	0,195 0,000***	0,051 0,000***	1							
TO	0,241 0,000***	0,132 0,000***	0,145 0,000***	0,286 0,000***	0,202 0,000***	0,405 0,000***	1						
Amd	-0,018 0,046**	-0,018 0,042**	0,037 0,000***	0,057 0,000***	0,033 0,01***	-0,128 0,10*	-0,021 0,025**	1					
LnAms	0,055 0,154	0,252 0,000***	0,126 0,063*	0,090 0,000***	0,037 0,253	0,646 0,000***	0,218 0,000***	-0,088 0,170	1				
Illz	0,005 0,313	0,060 0,000***	0,294 0,000***	0,370 0,000***	0,137 0,000***	-0,133 0,10*	0,058 0,000***	0,604 0,000***	-0,100 0,000***	1			
Gamma	0,0006 0,475	-0,005 0,32	-0,005 0,292	-0,003 0,367	-0,001 0,452	-0,0005 0,44	-0,002 0,416	-0,007 0,248	-0,026 0,46	-0,008 0,217	1		
LOT	-0,036 0,000***	-0,088 0,000***	0,015 0,069*	0,026 0,008***	-0,019 0,034**	-0,331 0,000***	-0,101 0,000***	-0,049 0,000***	-0,276 0,001***	0,164 0,000***	-0,007 0,235	1	
NFT	0,130 0,000***	-0,022 0,02**	-0,052 0,000***	-0,032 0,001***	0,119 0,000***	0,016 0,117	0,031 0,002***	-0,012 0,117	-0,031 0,175	-0,040 0,000***	-0,001 0,446	-0,010 0,159	1

Sumber: Data yang diolah.

.*** signifikan pada tingkat 1%

** signifikan pada tingkat 5%

* signifikan pada tingkat 10%

Dari hasil uji korelasi pada semua variabel maka diperoleh hasil seperti pada tabel 4.3 dimana tidak ditemukan variabel independen yang memiliki korelasi kuat (>0,8) dengan variabel lainnya.

4.2 Analisis Regresi Data Panel

Dalam penelitian ini, data likuiditas saham berasal dari 89 saham perusahaan yang diamati (*cross section*) pada beberapa periode pengamatan 2007 – 2014 (*time series*). Penelitian ini mengandung dimensi tempat dan waktu atau dengan kata lain merupakan kombinasi data *time series* dan *cross section*. Dengan demikian, teknik regresi yang digunakan adalah model regresi data panel (Gujarati, 2004).

Dalam analisis regresi data panel, terdapat beberapa tipe model analisis yakni model *Pooled Least Square (Common Effect)*, model *Fixed Effect*, dan model *Random Effect*. *Pooled Least Square Model* atau *Common Effect* merujuk pada model dengan koefisien intersep dan slope yang tidak berbeda (konstan) antar perusahaan (saham) dan antar waktu periode 2007 – 2014, sehingga mengabaikan dimensi tempat dan waktu dari data panel dan menggunakan regresi OLS (*Ordinary Least Square*) untuk estimasinya (Gujarati, 2004).

Model *fixed effect* atau dikenal dengan nama *Least Square Dummy Variable (LSDV)* merujuk pada model dengan slope yang tidak berbeda (konstan) tetapi intersep bervariasi atau berbeda berdasarkan *cross section* (dalam arti antar perusahaan/saham). Walaupun intersep dapat berbeda antar perusahaan namun tiap-tiap intersep tersebut tidak berbeda dari waktu ke waktu (Gujarati, 2004).

Model *random effect* merujuk pada model dengan slope yang tidak berbeda (konstan) tetapi intersep bervariasi atau berbeda berdasarkan *cross section* (dalam arti antar perusahaan/saham) secara random dan bukan *fixed* (Gujarati, 2004).

Sebelum menentukan model data panel terlebih dahulu melakukan uji *Chow test*, *Hausman test* dan *LM test*.

4.2.1. Uji Chow

Uji *Chow* ialah pengujian untuk menentukan model *Fixed Effect* atau *Common Effect* yang lebih tepat digunakan dalam mengestimasi data panel.

Hipotesis dalam uji chow adalah:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Dasar penolakan terhadap hipotesis di atas adalah Jika *Chi Square* $> 0,05$ maka H_0 diterima, sedangkan jika *Chi Square* $< 0,05$ maka H_0 ditolak. Berdasarkan *Redundant Fixed Effect Test* dengan menggunakan Eviews 6.0, diperoleh probabilitas sebesar pada persamaan *unmoderated* sebesar 0,980 dan nilai probabilitas persamaan *moderated* sebesar 0,992. Hal ini menunjukkan bahwa *Redundant Fixed Effect Test* tidak signifikan ($> 5\%$) maka H_0 diterima, artinya model *common effect* dapat dipergunakan.

Tabel 4.4
Redundant Fixed Effect Test persamaan *Unmoderated* dan *Moderated*

	<i>Unmoderated</i>			<i>moderated</i>		
	Statistik	d.f.	Prob.	Statistik	d.f.	Prob.
<i>Cross-section F</i>	0,712	(88,844)	0,980	0,668	(88,8430)	0,992
<i>Cross-section Chi-square</i>	63,220	88	0,978	59,360	88	0,991

4.2.2. Hausman test

Hausman test adalah pengujian statistik untuk memilih model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang lebih tepat digunakan dalam regresi data panel. Uji ini dikembangkan oleh Hausman dengan didasarkan pada ide bahwa *Least Square Dummy Variable* (LSDV) di dalam model *Fixed Effect* dan *Generalized Least Square* (GLS) adalah efisien, sedangkan model OLS adalah tidak efisien, di lain pihak alternatifnya metode OLS efisien dan GLS tidak efisien. Dari uji chow, model *common effect* dapat dipergunakan, sehingga *hausman test* tidak dilakukan.

4.2.3. Uji LM

Uji LM adalah pengujian statistik untuk memilih model mana yang terbaik antara *common effect* dan *random effect* dalam regresi data panel.

H0: model mengikuti *random effect*.

H1: model mengikuti *common effect*.

Nilai LM_{hitung} akan dibandingkan dengan nilai *Chi Squared* tabel dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) sebanyak jumlah variabel independent (bebas) dan alpha atau tingkat signifikansi sebesar 5% (ditentukan di awal). Apabila nilai $LM_{hitung} > Chi\ Squared$ tabel maka model yang dipilih adalah *Random Effect*, dan sebaliknya apabila nilai $LM_{hitung} < Chi\ Squared$ tabel maka model yang dipilih adalah *Common Effect*. Nilai *Chi Squared* tabel pada derajat kebebasan 12 dan alpha 5% adalah 21,03 (lihat tabel *Chi Squared*) dan nilai LM

hitung sebesar 31,5737 (lihat lampiran), sehingga jika dibandingkan LM_{hitung} lebih besar dari pada *Chi Squared* tabel, maka model yang dipilih adalah *random effect*.

Berdasarkan uji *Chow test*, *Hausman test* dan, *LM test* yang telah dilakukan diatas, maka model yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah model *random effect*.

4.3. Uji Asumsi Klasik

Setelah melakukan uji-uji untuk mencari pendekatan terbaik dalam regresi data panel diantara *Common Effect*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*. maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji asumsi klasik. Model *Common Effect* dan *Fixed Effect* menggunakan pendekatan *Ordinary Least Squared (OLS)* dalam teknik estimasinya, sedangkan *Random Effect* menggunakan *Generalized Least Squares (GLS)*. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam regresi linier dengan pendekatan *Ordinary Least Squared (OLS)* meliputi uji Linieritas, Autokorelasi, Heteroskedastisitas, Multikolinieritas dan Normalitas.

Model *random effect* mengasumsikan bahwa setiap variabel mempunyai perbedaan *intercept* dan *slope* hasil estimasi yang disebabkan oleh perbedaan antar individu dan antar waktu secara langsung, tetapi intersep tersebut bersifat random atau stokastik. Metode *Generalized Least Square (GLS)* digunakan untuk mengestimasi model regresi ini sebagai pengganti metode OLS karena dapat meningkatkan efisiensi dari *least square*.

Berdasarkan proses pengolahan data dan model yang dipilih adalah *random effect model* (REM), maka pengujian dapat dikatakan selesai karena metode REM yang menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS) dapat mengabaikan persoalan pelanggaran asumsi klasik (Gujarati, 2004). Namun untuk memastikan bahwa model bebas dari penyimpangan atau ketidakefisienan model yang dapat membiaskan simpulan maka akan dilihat korelasi antara masing-masing ukuran likuiditas. Jika dilihat dari Tabel 4.3 analisis korelasi, terdapat beberapa ukuran likuiditas yang mempunyai korelasi antar ukuran yang cukup tinggi yaitu antara *Amihud* dengan *Adj-illiq* sebesar 0,6; serta antara AMS dengan TRV sebesar 0,65. Untuk menghindari efek multikolinearitas dalam estimasi, maka model persamaan regresi akan dipisah dengan tidak memasukkan setiap ukuran yang mempunyai korelasi yang cukup tinggi.

4.4. Hasil Pengujian Hipotesis.

Penelitian ini menguji peranan *net foreign buy* sebagai pemoderasi pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham di Indonesia. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini ada dua tahap: Pertama, untuk melihat pengaruh variabel likuiditas (EBS, RBS, ZO, TRV, TO, AMD, GAMMA, dan LOT) dan *Net Foreign buy* terhadap *return* saham. Kedua melihat *Net Foreign buy* sebagai variabel moderasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kemampuan variabel EBS, RBS, ZO, TRV, TO, AMD, GAMMA, dan LOT dalam mempengaruhi *return* saham. Hasil

pengolahan data dengan model *random effect* untuk persamaan model *unmoderated* diringkas dalam tabel 4.5 berikut ini:

Tabel 4.5
Estimasi Model *Random Effect*
pada model persamaan *unmoderated* dan *moderated*

Variabel	<i>Unmoderated</i>			<i>Moderated</i>		
	Koefisien	t-stat.	Prob.	Koefisien	t-stat.	Prob.
C	-0,001	-0,225	0,821	0,002	0,325	0,744
BETA	0,001	1,056	0,290	0,001	1,163	0,244
EBS	-0,033	-5,553	0,000***	-0,034	-5,708	0,000***
RBS	0,050	6,823	0,000***	0,052	7,068	0,000***
ZO	16,503	128,651	0,000***	16,481	128,322	0,000***
LnTRV	-0,0001	-0,349	0,726	-0,0004	-0,946	0,343
TO	1,739	9,515	0,000***	1,693	9,289	0,000***
AMD	-0,062	-7,288	0,000***	-0,067	-7,939	0,000***
GAMMA	0,018	0,246	0,805	0,021	0,294	0,768
LOT	-0,001	-1,891	0,058*	-0,001	-2,003	0,045**
NFB	0,010	5,074	0,000***	-0,012	-0,920	0,357
EBS*NFB				0,002	0,189	0,849
RBS*NFB				0,089	6,509	0,000***
ZO*NFB				1,453	6,142	0,000***
LnTRV*NFB				-3,64E-05	-0,039	0,968
TO*NFB				-0,448	-1,204	0,228
AMD*NFB				0,179	8,436	0,000***
GAMMA*NFB				-1,037	-0,878	0,379
LOT*NFB				0,001	1,406	0,159
F stat			1865,347***			1067,288***
R ²			0,6862			0,6927
Adj R ²			0,6858			0,6920

Variabel Dependen: *Expected return*

*** p<0,01

** p<0,05

* P<0,10

4.4.1. Hasil Pengujian Pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham

Tabel 4.5, kolom *unmoderated* memperlihatkan bahwa analisis regresi pengaruh likuiditas saham pada *return* saham menunjukkan *goodness of fit* yang baik ($F = 1865,347$; $p < 0,05$). Hal tersebut menunjukkan bahwa model tersebut dapat menjelaskan fenomena yang diuji dengan baik. Di samping itu, ditunjukkan bahwa nilai *adjusted R*² = 0,685 berarti variasi *return* saham dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 68,5% ; sedangkan 32,5% dijelaskan oleh variasi-variabel lain di luar model tersebut. Dari Tabel 4.5 (kolom *unmoderated*), dapat diketahui signifikansi pengaruh EBS, RBS, ZO, TRV, TO, AMD, GAMMA, dan LOT secara parsial terhadap *return* saham. Penjelasan setiap pengujian akan nampak seperti berikut:

4.4.1.1 Pengaruh *effective bid-ask spread* terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *effective bid-ask spread* (EBS) terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H_{1a}: Semakin kecil nilai *effective bid-ask spread* semakin besar pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), diperoleh hasil bahwa *effective bid-ask spread* (EBS) menunjukkan nilai t-stat sebesar -5,553 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar -0,033. Hasil di atas berarti bahwa *effective bid-ask spread* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. *Effective bid-*

ask spread adalah proksi likuiditas seharusnya berpengaruh positif. Kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis, berarti bahwa $H1_a$ tidak didukung.

4.4.1.2 Pengaruh *relative bid-ask spread* terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *relative bid-ask spread* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H1b: Semakin kecil nilai *relative bid-ask spread* semakin besar pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*); diperoleh hasil bahwa *relative bid-ask spread* (RBS) menunjukkan nilai t-stat sebesar 6,823 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar 0,050. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *relative bid-ask spread* (RBS) berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, yang berarti bahwa $H1_b$ didukung.

4.4.1.3 Pengaruh *zero trade ratio* terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *zero* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H1c: Semakin kecil nilai *zero trade ratio* maka semakin besar pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*) diperoleh hasil bahwa *zero trade ratio* (ZO) menunjukkan nilai t-stat sebesar 128.651 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar 16,503, yang berarti bahwa ZO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. ZO adalah proksi illikuiditas seharusnya berpengaruh negatif. Kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis, yang berarti $H1_c$ tidak didukung.

4.4.1.4. Pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

$H1_d$: Semakin besar *trading volume* maka semakin besar pula pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), diperoleh hasil bahwa *trading volume* menunjukkan nilai t-stat sebesar -0,349 dengan probabilitas sebesar 0,726 dan koefisien regresi sebesar -0,0001. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *trading volume* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham, yang berarti bahwa $H1_d$ tidak didukung.

4.4.1.5 Pengaruh *turnover* terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *turnover* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H1_e: Semakin tinggi nilai *turnover* maka semakin besar pula pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), diperoleh hasil bahwa *turnover* menunjukkan nilai t-stat sebesar 9,515 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar 1,739. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *turnover* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, yang berarti bahwa H1_e didukung.

4.4.1.6. Pengaruh *Amihud* terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *Amihud* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H1_f: Semakin besar nilai *Amihud* maka semakin besar pula pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (tabel 4.5, kolom *unmoderated*), diperoleh hasil bahwa *Amihud* menunjukkan nilai t-stat sebesar -7,228 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar -0,062. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Amihud* berpengaruh

negatif secara signifikan terhadap *return* saham, yang berarti bahwa $H1_f$ didukung.

4.4.1.7. Pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

$H1_i$: Semakin besar nilai *Gamma* maka semakin besar pula pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), diperoleh hasil bahwa *Gamma* menunjukkan nilai t-stat sebesar 0,246 dengan probabilitas sebesar 0,805 dan koefisien regresi sebesar 0,018. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Gamma* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham, yang berarti bahwa $H1_i$ tidak didukung.

4.4.1.8. Pengaruh LOT terhadap *return* saham.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh LOT terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

$H1_j$: Semakin kecil nilai LOT maka semakin besar pula pengaruhnya terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), diperoleh hasil bahwa LOT menunjukkan nilai t-stat sebesar -

1,891 dengan probabilitas sebesar 0,058 dan koefisien regresi sebesar -0,001. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah LOT berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. LOT adalah proksi likuiditas seharusnya berpengaruh positif. Kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis, berarti bahwa H1_j tidak didukung.

4.4.2. Hasil Pengujian *Foreign trading* sebagai pemoderasi pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham.

Tabel 4.5, kolom *moderated*, memperlihatkan bahwa analisis regresi pengaruh likuiditas saham pada *return* saham menunjukkan *goodness of fit* yang baik ($F = 1067,288$; $p < 0,05$). Hal tersebut menunjukkan bahwa model tersebut dapat menjelaskan fenomena yang diuji dengan baik. Di samping itu, ditunjukkan bahwa nilai *adjusted R*² = 0,692 berarti variasi *return* saham dapat dijelaskan oleh variabel independen sebesar 69,2 % sedangkan selebihnya (31,8%) dijelaskan oleh variasi-variabel lain di luar model tersebut.

Uji t digunakan untuk menguji signifikansi koefisien regresi pengaruh dari variabel moderasi terhadap masing-masing variabel terikat secara parsial, sehingga melalui uji t ini akan diketahui signifikansi pengaruh variabel *net foreign buy* akan memoderasi variabel likuiditas (EBS, RBS, ZO, TRV, TO, AMD, GAMMA, dan LOT) secara parsial terhadap *return* saham. Penjelasan setiap pengujian akan nampak seperti berikut:

4.4.2.1 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *effective bid-ask spread*.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi *effective bid-ask spread* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H_{2a} : semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh *effective bid-ask spread* terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *moderated*) diperoleh hasil bahwa *effective bid-ask spread* menunjukkan nilai t-stat sebesar -5,708 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar -0,034. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *effective bid-ask spread* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham.

Sementara itu, variabel *net foreign buy* memberikan nilai koefisien sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357; sedangkan nilai koefisien interaksi antara EBS*NFB sebesar 0,0022 dengan signifikansi 0,849. Tidak signifikannya koefisien NFB (b₂) serta tidak signifikansinya koefisien EBS*NFB (b₃) menunjukkan bahwa variabel NFB merupakan variabel moderasi potensial (*Homologiser Moderator*). Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah variabel NFB terbukti tidak memoderasi EBS dalam mempengaruhi *return* saham, namun berpotensi menjadi variabel moderasi, maka H_{2a} tidak didukung.

4.4.2.2 Hasil pengujian variabel moderasi *net foreign buy* terhadap *relatif bid-ask spread*.

Rumusan hipotesis nol mengenai pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi *relatif bid-ask spread* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H_{2b} : semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh *relative bid-ask spread* terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *moderated*) diperoleh hasil bahwa *relative bid-ask spread* menunjukkan nilai t-stat sebesar 7,068 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar 0,052. Kesimpulan yang bisa diperoleh bahwa *relative bid-ask spread* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham.

Sementara itu, variabel *net foreign buy* (NFB) memberikan nilai koefisien sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357; sedangkan nilai koefisien interaksi antara RBS*NFB sebesar 0,098 dengan signifikansi 0,00. Tidak signifikannya koefisien NFB (b_2) serta signifikansinya koefisien RBS*NFB (b_3) menunjukkan bahwa variabel NFB merupakan variabel moderator murni (*pure moderator*) dan tidak bisa ditempatkan sebagai variabel independen. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah variabel *net foreign buy* terbukti memoderasi pengaruh RBS terhadap *return* saham. Nilai koefisien interaksi antara RBS*NFB sebesar 0,096 lebih besar jika dibandingkan dengan koefisien RBS sebesar 0,05 serta prediksi nilai positif mengindikasikan bahwa efek moderasi yang diberikan adalah positif, artinya *net foreign buy* memberi efek memperkuat pengaruh *relative bid-ask spread* terhadap *return* saham maka H_{2b} didukung.

4.4.2.3. Hasil pengujian variabel moderasi *net foreign buy* terhadap *Zero trade ratio*.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi *Zero trade ratio* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H_{2c} : semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh *zero trade ratio* terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *moderated*), diperoleh hasil bahwa *zero trade ratio* menunjukkan nilai t-stat sebesar 128,322 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar 16,481. Kesimpulan yang bisa diperoleh bahwa *zero trade ratio* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham.

Variabel *net foreign buy* memberikan nilai koefisien sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357. Sementara itu, nilai koefisien interaksi antara ZO*NFB sebesar 1,453 dengan signifikansi 0,00. Tidak signifikannya koefisien NFB (b_2) serta signifikansinya koefisien ZO*NFB (b_3), hal ini berarti bahwa variabel NFB merupakan variabel moderator murni (*pure moderator*) dan tidak bisa ditempatkan sebagai variabel independen. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah variabel *net foreign buy* terbukti memoderasi pengaruh *zero trade ratio* terhadap *return* saham. Nilai koefisien interaksi antara ZO*NFB sebesar 1,453; lebih kecil jika dibandingkan dengan koefisien ZO sebesar 16,481, artinya *net foreign buy* memberi efek memperkuat likuiditas, oleh karenanya akan memberikan efek menurunkan illikuiditas (pengaruh *zero trade ratio*) terhadap *return* saham maka H_{2c} didukung.

4.4.2.4 Hasil pengujian variabel moderasi *net foreign buy* terhadap *trading volume*.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi *trading volume* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H2d: semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *moderated*), diperoleh hasil bahwa *trading volume* menunjukkan nilai t-stat sebesar -0,946 dengan probabilitas sebesar 0,343 dan koefisien regresi sebesar -0,0004. Kesimpulan yang bisa diperoleh adalah *trading volume* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Nilai koefisien variabel *net foreign buy* sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357. Sementara itu, nilai koefisien interaksi antara TRV*NFB sebesar -3.64E-05 dengan signifikansi 0,968. Tidak signifikannya koefisien NFB (b_2) serta tidak signifikannya koefisien interaksi antara TRV*NFB (b_3) menunjukkan bahwa variabel NFB merupakan variabel moderasi potensial (*Homologiser Moderator*). Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah variabel NFB terbukti tidak memoderasi TRV dalam mempengaruhi *return* saham, namun berpotensi menjadi variabel moderasi, maka H2_d tidak didukung.

4.4.2.5 Hasil pengujian variabel moderasi *net foreign buy* terhadap *turnover*.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi *turnover* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H2_e: semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh *turnover* terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *moderated*) diperoleh hasil bahwa *turnover* menunjukkan nilai t-stat sebesar 9,289 dengan probabilitas sebesar 0,000 dan koefisien regresi sebesar 1,693. Kesimpulan yang bisa diperoleh adalah *turnover* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham.

Sementara itu, variabel NFB memberikan nilai koefisien sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357; sedangkan koefisien interaksi variabel TO*NFB memberikan nilai sebesar -0,448 dengan signifikansi 0,288. Tidak signifikannya koefisien NFB (b_2) serta tidak signifikannya interaksi antara TO*NFB (b_3) menunjukkan bahwa variabel NFB merupakan variabel moderasi potensial (*Homologiser Moderator*). Artinya variabel tersebut potensial menjadi variabel moderasi, variabel ini tidak berinteraksi dengan variabel prediktor dan tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan variabel tergantung. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah variabel NFB terbukti tidak memoderasi TO dalam mempengaruhi *return* saham maka H2_e tidak didukung.

4.4.2.6 Hasil pengujian variabel moderasi *net foreign buy* terhadap *amihud*.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi *amihud* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

Ha_{2f} : semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh *amihud* terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5, kolom *moderated*), diperoleh hasil bahwa *Amihud* menunjukkan nilai t-stat sebesar -7,939 dengan probabilitas sebesar 0,00 dan koefisien regresi sebesar -0,067. Kesimpulan yang bisa diperoleh adalah *Amihud* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham.

Nilai koefisien variabel NFB sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357; sedangkan nilai koefisien interaksi variabel AMD*NFB sebesar 0,179 dengan signifikansi 0,00. Tidak signifikannya koefisien NFB (b_2) serta signifikansinya interaksi antara AMD*NFB (b_3) menunjukkan bahwa variabel NFB merupakan variabel moderator murni (*pure moderator*) dan tidak bisa ditempatkan sebagai variabel independen. Kesimpulannya adalah variabel moderator *net foreign buy* terbukti signifikan dalam mempengaruhi *Amihud* terhadap *return* saham. Nilai koefisien interaksi antara AMD*NFB sebesar 1,179 lebih besar jika dibandingkan dengan koefisien AMD sebesar -0,067 serta prediksi nilai positif mengindikasikan bahwa efek moderasi yang diberikan adalah positif, artinya *net foreign buy* memberi efek memperkuat likuiditas, oleh karenanya akan memberi efek menurunkan tingkat illikuiditas (pengaruh *Amihud*) terhadap *return* saham, maka H_{2f} didukung.

4.4.2.7 Hasil pengujian variabel moderasi *net foreign buy* terhadap *Gamma*.

Rumusan hipotesis mengenai pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi *Gamma* terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H_{2g}: semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5 kolom *moderated*) diperoleh hasil bahwa *Gamma* menunjukkan nilai t-stat sebesar 0,294 dengan probabilitas sebesar 0,768 dan koefisien regresi sebesar 0,021. Kesimpulan yang bisa diperoleh adalah *Gamma* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Variabel NFB memberikan nilai koefisien sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357; sementara variabel *Gamma**NFB memberikan nilai koefisien -1,307 dengan signifikansi 0,379. Tidak signifikannya koefisien NFB (b_2) serta tidak signifikannya koefisien interaksi antara *Gamma**NFB (b_3) menunjukkan bahwa variabel NFB merupakan variabel moderasi potensial (*Homologiser Moderator*). Artinya variabel NFB potensial menjadi variabel moderasi, variabel ini tidak berinteraksi dengan variabel prediktor dan tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan variabel tergantung. Kesimpulan yang bisa diperoleh adalah variabel NFB terbukti tidak memoderasi *Gamma* dalam mempengaruhi *return* saham, maka H_{2i} tidak didukung.

4.4.2.8 Hasil pengujian variabel moderasi *net foreign buy* terhadap LOT.

Rumusan hipotesis pengaruh *net foreign buy* sebagai variabel moderasi bagi LOT terhadap *return* saham adalah sebagai berikut:

H_{2j}: semakin tinggi *net foreign buy* maka pengaruh LOT terhadap *return* saham semakin meningkat.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji *t* (Tabel 4.5, kolom *moderated*), diperoleh hasil bahwa LOT menunjukkan nilai *t*-stat sebesar -2,003 dengan probabilitas sebesar 0,045 dan koefisien regresi sebesar -0,001. Kesimpulan yang bisa diperoleh adalah LOT berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. LOT adalah proksi likuiditas seharusnya berpengaruh positif.

Variabel NFB memberikan nilai koefisien sebesar -0,012 dengan nilai signifikansi 0,357; sementara variabel LOT*NFB memberikan nilai koefisien 0,0019 dengan signifikansi 0,159. Tidak signifikannya koefisien NFB (b_2) serta tidak signifikannya koefisien interaksi antara LOT*NFB (b_3) menunjukkan bahwa variabel NFB merupakan variabel moderasi potensial (*Homologiser Moderator*). Artinya variabel NFB potensial menjadi variabel moderasi, variabel ini tidak berinteraksi dengan variabel prediktor dan tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan variabel tergantung. Kesimpulan yang bisa diperoleh adalah variabel NFB terbukti tidak memoderasi LOT dalam mempengaruhi *return* saham, maka H_{2j} tidak didukung.

4.4.3 Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi (*Adjusted R²*) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Berdasarkan hasil statistik persamaan *moderated* diperoleh nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,692. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 69,2% naik turunnya atau variasi variabel *return* saham dipengaruhi oleh seluruh variabel independen yakni likuiditas (EBS, RBS, ZO, TRV, TO, AMD, GAMMA, LOT dan NFB) serta variabel *net foreign buy* yang memoderasi terhadap variabel likuiditas (EBS, RBS, ZO, TRV, TO, AMD, GAMMA, dan LOT).

Apabila dibandingkan dengan persamaan *unmoderated* yang telah dilakukan sebelumnya, nilai *Adjusted R²* pada persamaan *moderated* lebih besar. Nilai *Adjusted R²* pada persamaan *unmoderated* sebesar 0,685. Selisih nilai *Adjusted R²* pada persamaan *unmoderated* dan nilai *Adjusted R²* pada persamaan *moderated* sebesar 0,007. Hal ini menunjukkan bahwa pada persamaan *moderated*, variabel *net foreign buy* sebagai variabel moderasi dapat lebih menjelaskan *return* saham sebesar 0,7%. Hasil pengolahan data koefisien determinasi nampak sebagai berikut:

Tabel 4.6
Perbandingan nilai Adjusted R²
Persamaan *Unmoderated* dan Persamaan *Moderated*

	nilai Adjusted R ²
Persamaan <i>Unmoderated</i>	0,685
Persamaan <i>Moderated</i>	0,692

4.5. Pembahasan Hasil Penelitian.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat disajikan ringkasan simpulan dukungan pada hipotesis yang ditunjukkan pada Tabel 4.7. Dalam pengujian hipotesis, dua variabel dipisah karena terdapat korelasi yang cukup tinggi. (korelasi *trading volume* dan *Amivest* sebesar 0,646; serta *amihud* dan *Adj-Illiq* sebesar 0,604) Pengujian bagian Pertama, hanya tiga hipotesis yang didukung, sedangkan pada bagian kedua juga hanya tiga hipotesis didukung.

Sebelum membahas hasil penelitian lebih lanjut, terlebih dahulu akan dilihat variabel beta (risiko pasar). Penelitian ini menyertakan beta dalam model persamaan regresi karena beta merupakan risiko pasar yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi. Disertakan beta dalam penelitian ini sejalan dengan yang dilakukan oleh Acharya dan Pedersen (2005). Dalam Tabel 4.5 diperoleh hasil bahwa beta menunjukkan nilai t-stat sebesar 1,056 dengan probabilitas sebesar 0,290 dan koefisien regresi sebesar 0,0014. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah beta berpengaruh positif tidak secara signifikan terhadap *return*

saham. Hasil temuan ini berarti bahwa beta (risiko sistimatis) tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan yang dikemukakan oleh Tandelilin (2010) yang menyatakan bahwa risiko memiliki pengaruh yang positif, semakin tinggi risiko maka semakin tinggi pula tingkat *return* yang akan di dapat. Risiko dan *return* memiliki pengaruh yang positif (Hartono, 2010), artinya semakin tinggi nilai risiko maka akan semakin tinggi pula *return* yang diharapkan.

Tidak berpengaruhnya risiko sistematis (beta) saham terhadap *return* saham dimungkinkan disebabkan karena faktor psikologis investor yang ingin selalu memperoleh *return* semaksimal mungkin. Teori tentang *high risk high return* juga tidak selamanya sesuai dengan investor karena terkadang tidak semua investor menyukai tantangan. Investor cenderung bersifat *risk averse* (menghindari risiko) ketika risiko suatu perusahaan terlalu tinggi. Dengan sifat yang ingin menghindari risiko itulah, dapat berakibat pada kurangnya minat investor terhadap saham di suatu perusahaan sehingga harga saham turun dan berdampak pada rendahnya *return* yang akan diterima. Nilai rata-rata beta < 1 berarti bahwa sebagian besar saham perusahaan yang dijadikan sampel memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan risiko pasar, dan dengan tingkat fluktuasi *return* yang lebih rendah jika dibandingkan dengan *return* pasar. Hal ini sesuai dengan kecenderungan investor asing yang memilih perusahaan dengan beta rendah (Chandra, 2010).

Disamping itu, tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel beta terhadap *return* saham disebabkan karena penelitian ini memasukkan periode saat krisis keuangan global (2008), sehingga mengakibatkan keadaan pasar saham yang tidak stabil pada saat krisis global sehingga menyebabkan sebagian besar investor membeli saham untuk tujuan laba jangka pendek. Investor di Indonesia cenderung bersifat *risk averse* atau tidak menyukai risiko yang tinggi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Novak (2010).

4.5.1 Pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham.

Pada Tabel 4.7 menunjukkan bahwa hasil pengujian delapan hipotesis yang berhubungan dengan pengaruh likuiditas saham pada *return* saham. Dalam penelitian ini menunjukkan tiga hipotesis yang didukung, yaitu $H1_b$, $H1_e$, $H1_f$. RBS dan TO berpengaruh secara positif signifikan pada *return* saham, sedangkan AMD berpengaruh secara negatif signifikan pada *return* saham. Adapun EBS dan LOT berpengaruh secara negatif signifikan pada *return* saham. EBS dan LOT merupakan proksi likuiditas, seharusnya bertanda positif, sehingga $H1_a$ dan $H1_j$ tidak didukung. ZO berpengaruh secara positif signifikan pada *return* saham. ZO merupakan proksi illikuiditas, seharusnya bertanda negatif, sehingga $H1_c$ tidak didukung. TRV dan AMS berpengaruh secara negatif tidak signifikan pada *return* saham sedangkan GAMMA berpengaruh positif secara tidak signifikan pada *return* saham. Ini berarti $H1_a$, $H1_c$, $H1_d$, $H1_i$, dan $H1_j$, tidak didukung. Ringkasan simpulan dukungan pada hipotesis terlihat pada Tabel 4.7 berikut ini:

Tabel 4.7
Ringkasan Simpulan Dukungan pada Hipotesis 1 dan 2

	Hipotesis	Hasil Pengujian	Simpulan
Pengaruh likuiditas saham terhadap <i>return</i> saham:			
H1a	Semakin kecil nilai <i>effective bid-ask spread</i> , semakin besar pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham	Negatif, signifikan	Hipotesis tidak didukung
H1b	Semakin kecil nilai <i>relatif bid-ask spread</i> , semakin besar pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham	Positif, signifikan	Hipotesis didukung
H1c	Semakin kecil nilai <i>zeros</i> maka semakin besar pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham	Positif, signifikan	Hipotesis tidak didukung
H1d	Semakin tinggi volume perdagangan maka semakin besar pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham	Negatif, tidak signifikan	Hipotesis tidak didukung
H1e	Semakin tinggi nilai <i>turnover</i> maka semakin besar pula pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham	Positif, signifikan	Hipotesis didukung
H1f	Semakin kecil nilai <i>Amihud</i> maka semakin besar pula pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham	negatif, signifikan	Hipotesis didukung
H1i	Semakin besar nilai <i>Gamma</i> maka semakin besar pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham	Positif, tidak signifikan	Hipotesis tidak didukung
H1j	Semakin kecil nilai <i>LOT</i> maka semakin besar pengaruhnya terhadap <i>return</i> saham.	negatif, signifikan	Hipotesis tidak didukung

Lanjutan

Pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham.

H2 _a	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh <i>effective bid-ask spread</i> terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat.	NFB tidak sig., EBS*NFB tidak signifikan	<i>Homologiser moderator</i> (NFB tidak memperkuat pengaruh EBS terhadap <i>return</i> saham)
H2 _b	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh <i>relative bid-ask spread</i> terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat.	NFB tidak sig., RBS*NFB sig. Koef RBS*NFB+ > koef RBS	<i>Pure moderator</i> (NFB memperkuat pengaruh RBS terhadap <i>return</i> saham)
H2 _c	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh <i>zeros</i> terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat	NFB tidak sig., ZO*NFB sig. Koef ZO*NFB+ < koef ZO	<i>Pure moderator</i> (NFB menurunkan illikuiditas).
H2 _d	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh <i>trading volume</i> terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat	NFB tidak sig., TRV*NFB tidak sig.	<i>Homologiser moderator</i> (NFB tidak memperkuat pengaruh TRV terhadap <i>return</i> saham.
H2 _e	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh <i>turnover</i> terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat.	NFB tidak sig., TO*NFB tidak Sig.	<i>Homologiser moderator</i> (NFB tidak memperkuat pengaruh TO terhadap <i>return</i> saham.
H2 _f	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh <i>amihud</i> terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat.	NFB tidak sig., AMD*NFB sig. Koef AMD*NFB+ > koef AMD	<i>Pure moderator</i> (NFB menurunkan illikuiditas).
H2 _i	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh <i>Gamma</i> terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat.	NFB tidak sig., Gamma*NFB tidak sig.	<i>Homologiser moderator</i> (NFB tidak memperkuat pengaruh <i>Gamma</i> terhadap <i>return</i> saham.
H2 _j	Semakin tinggi <i>net foreign buy</i> maka pengaruh LOT terhadap <i>return</i> saham semakin meningkat.	NFB tidak sig., LOT*NFB tidak signifikan	<i>Homologiser moderator</i> (NFB tidak memperkuat pengaruh LOT terhadap <i>return</i> saham.

4.5.1.1 Pengaruh *effective bid-ask spread* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian diperoleh hasil bahwa *effective bid-ask spread* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham (Tabel 4.5., kolom *unmoderated*). Hipotesis H1a tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. *Effective bid-ask spread* adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif.

Effective bid-ask spread (*Roll measure*) bertujuan untuk menggambarkan biaya transaksi. *Bid-ask spread* merupakan perbedaan antara nilai permintaan tertinggi yang investor bersedia untuk membeli dengan nilai penawaran terendah yang investor bersedia untuk menjual. Menurut Roll (1984), *bid-ask spread* dapat dihitung dengan menggunakan serial *covariance* dari rata-rata perubahan harga (*return*), dengan dua asumsi: Pertama; pasar secara informasi efisien dan distribusi probabilitas perubahan harga yang diamati adalah stasioner. Kedua, P_t (harga penutupan pada hari t) akan sama dengan nilai saham sebenarnya plus setengah dari *effective spread*. Hasil yang diharapkan dari *Roll measure* adalah nilai yang paling kecil karena semakin kecil nilai *Roll measure* mengindikasikan bahwa saham tersebut memiliki biaya transaksi perdagangan (*cost of transaction*), dengan kata lain nilai proxy *bid-ask spread* yang kecil mengindikasikan saham tersebut semakin likuid sehingga semakin murah biaya transaksinya. Pada akhirnya kemungkinan untuk mencapai harga transaksi menjadi semakin besar, dan saham semakin mudah diperdagangkan, yang akan berpengaruh meningkatkan *return* saham.

Hal tersebut tidak terdukung dalam penelitian ini dikarenakan tinggi *return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh kecilnya biaya transaksi (rendahnya *spread*) saja, namun dikarenakan ketidak efisienan pasar modal di Indonesia, sehingga memungkinkan investor mendapatkan *abnormal return*. Hal ini sejalan dengan penelitian tentang ketidak efisienan pasar modal di Indonesia setengah kuat yang dilakukan oleh (Yang dan Pangastuti, 2016; Andrianto dan Mirza, 2016; Qoyum, Mardiya, dan Sakti, 2017; dan Shaik dan Maheswaran, 2017).

4.5.1.2 Pengaruh *Relative bid-ask spread* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian diperoleh hasil bahwa *relative bid-ask spread* (RBS) berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, dengan demikian H_{1b} didukung. Penurunan hipotesis ini didukung dengan hasil penelitian pada Tabel 4.5 (kolom *unmoderated*) dimana nilai signifikansi dan arah koefisien sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. Penelitian ini memberikan dukungan penelitian Gayenko, Holden dan Trzcinka (2009) dan Zhang (2010) bahwa *relative bid-ask spread* (RBS) berpengaruh secara positif signifikan pada *return* saham.

Relative spread menggambarkan realisasi rata-rata biaya perdagangan investor. Menurut Zhang (2010), likuiditas saham berhubungan dengan dua hal yaitu: (1) Biaya transaksi, seperti: komisi dan *bid-ask spread*; (2) Seberapa cepat investor dapat bertransaksi tanpa mempengaruhi harga saham yang diperdagangkan. *Relative spread* dihitung dengan membagi jumlah *best ask* dan *best bid* dengan titik tengah antara *best ask* dan *best bid* (Goyenko, Holden dan Trzcinka, 2009). *Relative bid-ask spread* dianggap sebagai *spread* yang

disesuaikan dengan *clientle effect*. Dalam *Clientle effect theory* yang menganggap bahwa kelompok investor yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap biaya transaksi. Investor jangka panjang akan lebih leluasa memilih *asset* yang mempunyai *return* yang sama dengan biaya transaksi yang rendah dibanding investor jangka pendek. Investor jangka pendek hanya akan memilih *asset* yang sangat likuid, sedangkan investor jangka panjang memilih *asset* yang likuiditasnya rendah (Amihud dan Mendelson, 1986).

Dengan didukungnya H1_b berarti hasil penelitian ini sesuai dengan *Clientle effect theory* yang menganggap bahwa setiap kelompok investor akan memiliki preferensi biaya transaksi yang berbeda. Investor jangka pendek maupun investor jangka panjang dapat memilih untuk menghindari sekuritas dengan biaya transaksi yang mahal. Investor jangka pendek hanya akan memilih *asset* yang sangat likuid, sedangkan investor jangka panjang memilih *asset* yang likuiditasnya rendah (Amihud dan Mendelson, 1986).

4.5.1.3 Pengaruh *zero trade ratio* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian secara parsial menggunakan uji t (Tabel 4.5., kolom *unmoderated*) diperoleh hasil bahwa *zero trade ratio* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Ha1c tidak didukung, karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. *Zero trade ratio* adalah ukuran illikuiditas yang seharusnya bertanda negatif.

Menurut Lesmond *et al.* (1999) bahwa *zero return* terjadi ketika ambang batas biaya transaksi tidak terlampaui yang mungkin disebabkan karena kurangnya informasi. Investor cenderung mengurangi perdagangan atau memilih untuk tidak melakukan perdagangan ketika informasi yang didapat tidak cukup untuk menutup biaya transaksi.

Hal tersebut tidak terdukung dalam penelitian ini dikarenakan *return* saham tidak dipengaruhi oleh tingginya *zero return*. Dalam penelitian ini sampel yang diambil adalah saham yang mempunyai likuiditas yang tinggi (berarti *zero* rendah atau bahkan tidak terjadi *zero*). Tingginya *zero return* mengakibatkan investor cenderung mengurangi perdagangan atau memilih untuk tidak melakukan perdagangan karena informasi yang didapat tidak cukup untuk menutup biaya transaksi. Namun sebaliknya ketika tidak terjadi *zero return* (*zero* rendah), investor cenderung meningkatkan perdagangan atau memilih melakukan perdagangan, oleh karena aktifitas perdagangan cukup untuk menutup biaya transaksi, sehingga *return* saham akan diperoleh. Hal ini seperti yang dikemukakan Bekaert *et al.* (2007), bahwa saham kecil secara otomatis menunjukkan tingkat *non-trading* yang lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang lebih besar.

4.5.1.4 Pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian diperoleh hasil bahwa *trading volume* berpengaruh secara tidak signifikan terhadap *return* saham dengan arah

koefisien negatif, yang berarti bahwa $H1_d$ tidak didukung. Penurunan hipotesis ini dari hasil penelitian pada Tabel 4.5. (kolom *unmoderated*) dimana nilai signifikansi dan arah koefisien tidak sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis.

Trading volume (TRV) merupakan salah satu indikator untuk melihat reaksi investor terhadap informasi yang relevan dari suatu perusahaan, seperti: kinerja perusahaan, kebijakan direksi dalam investasi lain, kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, tingkat pendapatan, laju inflasi, penawaran dan permintaan dan kemampuan menganalisis harga saham itu sendiri dan masih banyak lagi faktor yang mempengaruhinya. Volume perdagangan saham digunakan untuk mengukur apakah para investor individu mengetahui informasi yang dikeluarkan perusahaan dan menggunakannya untuk melakukan aktivitas perdagangan saham, sehingga akan mendapatkan keuntungan di atas normal. Saham yang aktif di pasar modal, ketika suatu saham mempunyai volume perdagangan yang besar (Chordia, 2000).

Adapun tidak didukungnya *trading volume* ($H1_d$) yang berpengaruh secara negatif tidak signifikan terhadap *return* saham dimungkinkan karena para investor individu yang sebenarnya mengetahui informasi yang dikeluarkan perusahaan, namun tidak menggunakan informasi tersebut untuk melakukan pembelian atau penjualan saham untuk mendapatkan keuntungan di atas normal. Namun, untuk mendapatkan *abnormal return*, investor jangka pendek lebih mengutamakan informasi yang berasal dari luar perusahaan (*foreign trading*). Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Darwis (2013) dan

Taslim dan Wijayanto (2016) yang menyatakan tidak terdapat pengaruh antara Volume Perdagangan dan *Return* Saham di bursa Efek Indonesia.

4.5.1.5 Pengaruh *turnover* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian diperoleh hasil bahwa *turnover* (TO) berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, dengan demikian $H1_e$ didukung. Hipotesis ini didukung dengan hasil penelitian pada Tabel 4.5 (kolom *unmoderated*) dimana nilai signifikansi dan arah koefisien sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. Didukungnya hipotesis ($H1_e$), bahwa *turnover* berpengaruh secara positif signifikan pada *return* saham, maka temuan penelitian ini mendukung penelitian Vo dan Bui (2016).

Turnover merupakan kecepatan waktu yang diperlukan untuk mengeksekusi transaksi yang akan dipertimbangkan oleh investor, semakin cepat, semakin tinggi tingkat likuiditasnya. Singkatnya waktu untuk mengeksekusi transaksi berhubungan dengan *search friction* yaitu situasi ketidakberadaan pembeli atau penjual dengan segera ketika investor ingin mengeksekusi transaksi. Hal ini merupakan *tradeoff* bagi investor yaitu antara eksekusi dengan segera atas perdagangan kurang menarik dan pencarian peluang perdagangan yang menarik, sehingga terjadi *search costs* (Amihud, Mendelson, dan Pedersen, 2006). *Search Friction* bervariasi dari waktu ke waktu sesuai dengan perubahan kondisi pasar. Ketika tingkat likuiditas pasar meningkat, maka *search friction* akan menurun

karena mudah menemukan lawan perdagangan sehingga biaya perdagangan menjadi lebih murah.

Dengan didukungnya $H1_e$ berarti sejalan dengan Vo dan Bui (2016) terdapat hubungan positif antara *turnover* dan *return* saham di pasar saham Vietnam. Dengan didukungnya $H1_e$ berarti semakin cepat *turnover*, semakin singkat waktu untuk mengeksekusi transaksi karena keberadaan pembeli atau penjual dengan segera. Hal ini merupakan peluang perdagangan yang menarik bagi investor untuk mendapatkan *return*.

4.5.1.6 Pengaruh *Amihud* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian diperoleh hasil bahwa *Amihud* (AMD) berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham, dengan demikian $H1_f$ didukung. Penurunan hipotesis ini didukung dengan hasil penelitian pada Tabel 4.5 (kolom *unmoderated*) dimana nilai signifikansi dan arah koefisien sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis.

Amihud illiquidity measure digunakan untuk melihat seberapa besar tingkat illikuiditas suatu *asset* atau sekuritas. *Amihud illiquidity measure* didefinisikan sebagai rasio rata-rata dari nilai *return* absolut harian terhadap volume transaksi perdagangan pada hari tersebut atau dampak harga harian terhadap *order flow*. Pada pengukuran *Amihud illiquidity measure* hasil yang diharapkan adalah nilai yang paling kecil. *Amihud* merupakan proksi illikuiditas, sehingga hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan pada *return* saham.

Dengan didukungnya $H1_f$ berarti semakin rendahnya nilai *amihud* mengindikasikan tingkat likuiditas yang tinggi sehingga berpengaruh pada semakin meningkatnya *return* saham. Dengan didukungnya hipotesis ini berarti semakin likuid saham tersebut, semakin aktif perdagangan suatu saham maka semakin besar pula volume perdagangan suatu saham. Volume transaksi perdagangan yang besar akan mengarahkan perubahan harga yang kecil, pada akhirnya akan semakin memperkecil nilai *amihud*. Penelitian ini mendukung penelitian Amihud (2002) yang menunjukkan semakin tidak likuid asset tersebut akan menaikkan *return* saham.

4.5.1.7 Pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*) diperoleh hasil bahwa *Gamma* menunjukkan nilai t-stat sebesar 0,246 dengan probabilitas sebesar 0,805 dan koefisien regresi sebesar 0,018. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Gamma* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham, yang berarti bahwa $H1_i$ tidak didukung. Adapun tidak didukungnya *Gamma* ($H1_i$) yang berpengaruh secara positif tidak signifikan pada *return* saham yang berarti berbeda dengan penelitian Pastor dan Stambaugh (2003).

Menurut Pastor dan Stambaugh (2003), bahwa saham yang illikuid cenderung memiliki *return* yang rendah pada saat likuiditas pasar yang secara agregat meningkat, yang mana pada kondisi seperti ini seharusnya merupakan *timing* bagi investor untuk mendapatkan *return* yang tinggi (disebut sensitivitas terhadap risiko likuiditas). Jika *return* saham yang rendah dikaitkan dengan

pergeseran kesejahteraan investor yang menurun, seharusnya saham tersebut dijual dengan harga diskon. Jika *return* saham yang illikuid berkorelasi negatif dengan harga saat ini, maka investor akan menuntut kompensasi *return* yang lebih tinggi dari rata-rata *return* saham.

Gamma tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Dalam teori *asset pricing*, *return* saham dikaitkan dengan sensitivitas *return* saham dengan fluktuasi likuiditas secara *agregate* yang mana kondisi ini akan berdampak pada kesejahteraan investor secara *agregate*. Saham yang memiliki *return* rendah, akan dihubungkan dengan kesejahteraan investor yang menurun, sehingga untuk memegang sekuritas jenis ini harus menawarkan kompensasi yang menarik. Investor menginginkan *return* yang lebih tinggi atas aset yang memiliki sensitivitas dengan likuiditas secara *Agregate* yang tinggi. Menurut Pastor dan Stambaugh (2003), bahwa pada beberapa saham yang illikuid cenderung memiliki *return* yang rendah pada saat likuiditas pasar yang secara agregat meningkat, yang mana pada kondisi seperti ini seharusnya merupakan *timing* bagi investor untuk mendapatkan *return* yang tinggi (disebut sensitivitas terhadap risiko likuiditas). Dengan tidak didukungnya pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham berarti tidak menariknya kompensasi *return* bagi investor untuk memegang sekuritas yang memiliki sensitivitas dengan likuiditas pasar secara agregate yang tinggi.

4.5.1.8 Pengaruh LOT terhadap *return* saham.

Berdasarkan pengujian diperoleh hasil bahwa LOT berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham (Tabel 4.5., kolom *unmoderated*). Hipotesis Ha1j tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. LOT adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif.

LIU (2006) menggunakan ukuran multidimensi yaitu jumlah *zero trading volume*, *turnover adjustment* dan biaya perdagangan. *Zero trading volume* digunakan untuk menangkap ketidakberadaan perdagangan sekuritas. Semakin sering ketidakberadaan perdagangan sekuritas, berarti saham kurang likuid. Dalam kasus yang ekstrim pengukuran *zero trading volume*, untuk menangkap "*lock in risk*", yang merupakan risiko ketika suatu asset tidak dapat diperdagangkan. Ukuran likuiditas ini menangkap intuisi dasar bahwa investor takut untuk memegang saham ketika mereka merasa *locked in*. Oleh karena itu, investor akan menginginkan *return* yang diharapkan lebih tinggi untuk memegang saham dengan probabilitas *lock in* yang tinggi. Kemudian, *turnover adjustment*, digunakan untuk mengklasifikasikan likuid/tidak likuid nya suatu saham dengan sering (jarang) diperdagangkan dan tinggi (rendah) *turnover* sebagai ukuran likuid dan (tidak likuid) saham. Semakin sering saham diperdagangkan semakin likuid asset tersebut. Biaya perdagangan merupakan ukuran untuk melihat saham yang lebih likuid, semakin lebih mahal untuk perdagangan.

Tidak terdukungnya dalam penelitian ini dikarenakan: (1). Rendahnya *zero return*, investor cenderung meningkatkan perdagangan atau memilih melakukan perdagangan, oleh karena aktifitas perdagangan cukup untuk menutup biaya transaksi, sehingga diperoleh *return* saham. (2). Saham yang likuid, semakin lebih mahal untuk diperdagangkan. (3). Tinggi rendahnya *return* saham tidak semata-mata dipengaruhi oleh besar kecilnya biaya transaksi, namun dikarenakan ketidak efisienan pasar modal di Indonesia, sehingga memungkinkan investor mendapatkan *abnormal return*.

4.5.2 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi likuiditas saham dalam mempengaruhi *return* saham.

Tabel 4.7 menunjukkan pengujian hipotesis yang berhubungan dengan *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi likuiditas saham dalam mempengaruhi *return* saham. Hasil pengujian pada delapan hipotesis yang berhubungan dengan *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi likuiditas saham dalam mempengaruhi *return* saham, tiga hipotesis didukung (H_{2b} , H_{2c} , H_{2f}) terbukti *net foreign buy* memperkuat pengaruh likuiditas saham (RBS, ZO, AMD) terhadap *return* saham. Adapun H_{2a} , H_{2d} , H_{2e} , H_{2i} , H_{2j} tidak didukung sehingga *net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh likuiditas saham (EBS, TRV, TO, Gamma dan LOT) terhadap *return* saham. Penjelasannya seperti berikut ini:

4.5.2.1 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *effective bid-ask spread* dalam mempengaruhi *return* saham.

Hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh *effective bid-ask spread* terhadap *return* saham (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*) yang tidak mendukung hipotesis H2_a berarti semakin tinggi *net foreign buy* maka *effective bid-ask spread* tidak berpengaruh semakin meningkat pada *return* saham secara positif. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa *net foreign buy*, tidak secara meyakinkan memperkuat pengaruh *effective bid-ask spread* pada *return* saham. Dengan demikian sebarang tingkat *net foreign buy*, peningkatan *effective bid-ask spread* akan meningkatkan *return* saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lai, Lou, dan Shiu (2008) yang mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *net foreign buy* dengan *return* saham yang disebabkan karena informasi asimetris antara investor asing dan investor domestik. Juga penelitian Samarakoon (2009) yang dilakukan di Sri Lanka menunjukkan bahwa *net sell* dan *net buy* yang dilakukan oleh investor domestik dan investor asing menunjukkan hubungan yang positif dengan *return* saham.

Tidak berpengaruhnya *net foreign buy* dalam memperkuat pengaruh *effective spread* pada *return* saham ini berarti informasi tentang *net foreign buy* (*foreign trading*) tidak mendorong investor domestik melakukan transaksi perdagangan, meskipun pasar modal Indonesia tidak efisien yang memungkinkan investor mendapatkan *abnormal return*. Hal ini dikarenakan investor domestic

tidak memiliki pendanaan yang lebih kuat dan lebih agresif dalam melakukan transaksi perdagangan dibanding investor asing (Argawal, 2008).

4.5.2.2 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *relative bid-ask spread* dalam mempengaruhi *return* saham.

Selanjutnya, hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh *relative bid-ask spread* terhadap *return* saham yang mendukung H2_b, berarti semakin tinggi *net foreign buy* maka *relative bid-ask spread* berpengaruh pada *return* saham. Koefisien NFB pada penelitian ini menunjukkan nilai koefisien yang tidak signifikan, sedangkan koefisien interaksi moderasi RBS*NFB signifikan. Hal ini berarti bahwa *net foreign buy* merupakan variabel moderasi murni (*pure moderation*). Koefisien RBS*NFB > koefisien RBS serta prediksi nilai positif mengindikasikan bahwa efek moderasi yang diberikan adalah positif, artinya *net foreign buy* memberi efek memperkuat pengaruh *relative bid-ask spread* terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lai *et al.* (2008) mengatakan bahwa hubungan positif antara NFP (*net foreign purchase*) dengan *return* saham. Juga penelitian Samarakoon (2009) yang dilakukan di Sri Lanka menunjukkan bahwa *net sell* dan *net buy* yang dilakukan oleh investor domestik dan investor asing menunjukkan hubungan yang positif dengan *return* saham. Penelitian Adaoglu dan Katircioglu (2014), mengatakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara *net buy* dengan *return* saham di bursa efek Turki.

Relative bid-ask spread dianggap sebagai *spread* yang disesuaikan dengan *clientle effect*. Dalam *Clientle effect theory* menganggap bahwa kelompok investor yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap biaya transaksi. Setiap investor dapat memilih untuk menghindari sekuritas dengan biaya transaksi yang mahal. Investor jangka pendek hanya akan memilih *asset* yang sangat likuid, sedangkan investor jangka panjang memilih *asset* yang likuiditasnya rendah (Amihud dan Mendelson, 1986). Sementara itu, dana yang dibawa investor asing ke Indonesia (*capital inflow*) merupakan dana jangka pendek (*hot money*). *Hot money* merupakan aliran dana spekulatif (atau modal) dari satu negara ke negara lain untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek pada perbedaan suku bunga dan atau pergeseran nilai tukar (Chari dan Kehoe, 2003).

Dengan didukungnya *net foreign buy* memberi efek memperkuat pengaruh *relative bid-ask spread* terhadap *return* saham, berarti *net foreign buy* (*foreign trading*) akan mendorong investor domestik untuk memilih investasi jangka pendek. Hal ini sesuai dengan *Clientle effect theory* yang menganggap bahwa kelompok investor akan memiliki preferensi biaya transaksi yang berbeda. Setiap investor dapat memilih untuk menghindari sekuritas dengan biaya transaksi yang mahal. Dengan demikian semakin aktif perdagangan berarti akan mempersempit *bid-ask spread*, yang berarti biaya perdagangan yang murah sehingga berpengaruh pada semakin meningkatnya *return* saham.

4.5.2.3 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *zero* dalam mempengaruhi *return* saham.

Adapun hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh *zero trade ratio* terhadap return saham Ha2c, menunjukkan bahwa semakin tinggi *net foreign buy* maka *zero trade ratio* berpengaruh pada *return* saham. Koefisien NFB pada penelitian ini menunjukkan nilai koefisien yang tidak signifikan, sedangkan koefisien interaksi moderasi $Zero * NFB$ signifikan. Hal ini berarti bahwa *net foreign buy* merupakan variabel moderasi murni (*pure moderation*). Koefisien $ZO * NFB$ positif < koefisien ZO serta prediksi nilai positif mengindikasikan bahwa efek moderasi yang diberikan adalah positif, artinya *net foreign buy* memberi efek menurunkan pengaruh *Zero* terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ülkü dan İkizlerli (2012) yang menemukan bahwa ada hubungan negatif antara *foreign trading* dengan *return* saham domestik.

Zero return dapat terjadi karena kurangnya arus informasi. Investor cenderung mengurangi perdagangan atau memilih untuk tidak melakukan perdagangan ketika informasi yang didapat tidak cukup untuk menutup biaya transaksi (Bekaert, Harvey, dan Lundblad, 2007). *Foreign trading* (yang di proksi dengan *net foreign buy*) mengindikasikan adanya informasi yang positif bagi investor sehingga akan di respon positif pula oleh investor. Prediksi nilai positif mengindikasikan bahwa efek moderasi yang diberikan *net foreign buy* adalah positif. Dengan didukungnya hipotesis ini berarti bahwa didapatnya informasi yang berkaitan dengan *net foreign buy* mendorong investor domestik menjadi lebih

aktif melakukan perdagangan. Investor akan melakukan perdagangan karena informasi yang di terima dapat digunakan untuk menutup biaya transaksi.

4.5.2.4 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *trading volume* (TRV) dalam mempengaruhi *return* saham.

Hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham (Ha2d) menunjukkan bahwa semakin tinggi *net foreign buy* maka *trading volume* tidak berpengaruh pada *return* saham secara positif. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa *net foreign buy*, tidak secara meyakinkan memperkuat pengaruh *trading volume* pada *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Agarwal (2008).

Volume perdagangan merupakan salah satu indikator untuk melihat reaksi dan minat investor terhadap informasi yang relevan dari suatu perusahaan serta menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi di pasar modal. Informasi tersebut seperti: kinerja perusahaan, kebijakan direksi dalam investasi lain, kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, tingkat pendapatan, laju inflasi, penawaran dan permintaan dan kemampuan menganalisis harga saham itu sendiri dan masih banyak lagi faktor yang mempengaruhinya.

Tidak berpengaruhnya *net foreign buy* dalam memperkuat pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham berarti bahwa investor (terutama investor domestic) tidak bereaksi ketika menerima informasi yang relevan dari suatu perusahaan serta tidak adanya minat investor menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi perdagangan di pasar modal. Bisa jadi investor

domestik tidak melakukan transaksi perdagangan dalam jumlah yang besar melebihi investor asing karena tidak memiliki pendanaan yang lebih kuat (Argawal, 2008).

4.5.2.5 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *turnover* dalam mempengaruhi *return* saham.

Hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh *turnover* terhadap *return* saham (H2e) tidak didukung sehingga semakin tinggi *net foreign buy* maka *turnover* tidak berpengaruh pada *return* saham secara positif. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa *net foreign buy*, tidak secara meyakinkan memperkuat pengaruh *turnover* pada *return* saham.

Turnover merupakan kecepatan waktu yang diperlukan untuk mengeksekusi transaksi perdagangan, semakin cepat, semakin tinggi tingkat likuiditasnya. Singkatnya waktu untuk mengeksekusi transaksi berhubungan dengan *search friction* yaitu situasi ketidakberadaan pembeli atau penjual dengan segera ketika investor ingin mengeksekusi transaksi. *Search Friction* bervariasi dari waktu ke waktu sesuai dengan perubahan kondisi pasar. Ketika tingkat likuiditas pasar meningkat, maka *search friction* akan menurun karena mudah menemukan lawan perdagangan sehingga biaya perdagangan menjadi lebih murah.

Tidak berpengaruhnya *net foreign buy* dalam memperkuat pengaruh *turnover* terhadap *return* saham berhubungan dengan *search friction* yaitu situasi ketidakberadaan pembeli atau penjual dengan segera ketika investor ingin mengeksekusi transaksi. *Net buy* yang dilakukan investor asing tidak cepat di

respon oleh investor domestik karena investor domestik tidak memiliki pendanaan yang kuat serta tidak seagresif investor asing dalam melakukan transaksi perdagangan (Agarwal, 2008).

4.5.2.6 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *Amihud* dalam mempengaruhi *return* saham.

Hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh *amihud* terhadap *return* saham yang mendukung hipotesis H_{2f} berarti semakin tinggi *net foreign buy* maka *amihud* berpengaruh semakin meningkat pada *return* saham secara positif. Koefisien NFB pada penelitian ini menunjukkan nilai koefisien yang tidak signifikan, sedangkan koefisien interaksi moderasi $AMD*NFB$ signifikan. Hal ini berarti bahwa *net foreign buy* merupakan variabel moderasi murni (*pure moderation*). Koefisien $AMD*NFB >$ koefisien AMD serta prediksi nilai positif mengindikasikan bahwa efek moderasi yang diberikan adalah positif, artinya *net foreign buy* memberi efek menurunkan pengaruh *amihud* terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Agarwal (2008), bahwa investor asing memiliki beberapa kelebihan dibanding investor domestik, diantaranya memiliki pendanaan yang lebih kuat, lebih agresif dalam melakukan transaksi perdagangan, sehingga investor asing sering berperan sebagai pemimpin pasar karena mampu melakukan transaksi perdagangan dalam jumlah yang besar. Nyang'oro (2014) juga mengatakan bahwa jumlah transaksi yang dilakukan oleh investor asing mempengaruhi pergerakan harga saham dan performa pasar modal di Kenya. Oleh

karena itu kontingen *net foreign buy* akan turut menginteraksi hubungan antara likuiditas saham dan *return* saham.

Amihud illiquidity measure digunakan untuk melihat seberapa besar tingkat illikuiditas suatu *asset* atau sekuritas. *Amihud illiquidity measure* didefinisikan sebagai rasio rata-rata dari nilai *return* absolut harian terhadap volume transaksi perdagangan pada hari tersebut atau dampak harga harian terhadap *order flow*. Pada pengukuran *Amihud illiquidity measure* hasil yang diharapkan adalah nilai yang paling kecil. *Amihud* merupakan proksi illikuiditas, sehingga hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan pada *return* saham.

Tingkat *net foreign buy* semakin tinggi menyebabkan *amihud* berpengaruh pada *return* saham secara positif. *Amihud illiquidity measure* digunakan untuk melihat seberapa besar tingkat illikuiditas suatu *asset* atau sekuritas. Dengan didukungnya *net foreign buy* pada pengaruh *amihud* terhadap *return* saham berarti *net foreign buy* berdampak pada semakin likuid saham tersebut, semakin aktif perdagangan suatu saham maka semakin meningkat jumlah volume transaksi yang perdagangan yang dilakukan oleh investor (investor asing maupun domestik) akan mengarahkan perubahan harga yang kecil, pada akhirnya akan menurunkan tingkat illikuiditas saham.

4.5.2.7 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi *Gamma* dalam mempengaruhi *return* saham.

Hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* terhadap pengaruh *Gamma* pada *return* saham (H2g) menunjukkan bahwa semakin tinggi *net*

foreign buy maka *Gamma* tidak berpengaruh pada *return* saham secara positif. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa *net foreign buy*, tidak secara meyakinkan memperkuat pengaruh *Gamma* pada *return* saham. Dengan demikian sebarang *net foreign buy*, peningkatan nilai *Gamma* akan meningkatkan *return* saham.

Gamma merupakan kebalikan dari *order flow shock* hari sebelumnya (Pastor dan Stambaugh, 2003). Saham yang illikuid cenderung memiliki *return* yang rendah pada saat likuiditas pasar yang secara agregat meningkat, yang mana merupakan *timing* bagi investor untuk mendapatkan *return* yang tinggi. *Return* saham yang rendah dikaitkan dengan kesejahteraan investor yang kurang baik. *Return* saham yang illikuid berkorelasi negatif dengan harga saat ini, sehingga investor akan menuntut kompensasi *return* yang lebih tinggi.

Return saham berhubungan dengan sensitivitas *return* dengan fluktuasi likuiditas secara agregat yang akhirnya akan berdampak pada kesejahteraan investor secara agregat. *Return* saham yang rendah dikaitkan dengan kurang baiknya kesejahteraan investor, sehingga sekuritas jenis ini harus menawarkan kompensasi yang menarik bagi investor untuk memegang sekuritas tersebut. Investor menginginkan *return* yang lebih tinggi atas asset yang memiliki sensitivitas dengan likuiditas Agregate yang lebih tinggi.

Tingkat *net foreign buy* semakin tinggi menyebabkan *Gamma* tidak berpengaruh pada *return* saham secara positif adalah dimungkinkan karena besar kecilnya *net foreign buy* tidak secara langsung akan berdampak pada likuiditas

pasar secara *aggregate*. Hal ini dikarenakan tidak semua jenis saham diperdagangkan dengan investor asing (sebagian diperdagangkan investor domestik). Dari Jumlah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007 – 2014 sebanyak 309 perusahaan, hanya 89 saham yang ditransaksikan oleh investor asing serta aktif diperdagangkan (sekitar 28,8%). Lebih lanjut disebabkan karena investor asing memiliki informasi yang lebih menguntungkan dibandingkan investor domestik, tetapi pada kenyataannya investor asing tidak mendapatkan keuntungan seluruhnya dari semua perusahaan. Hal ini disebabkan karena adanya asimetris informasi antara investor asing dan domestik yaitu terkadang investor asing hanya memiliki informasi yang lebih hanya pada sebagian perusahaan, tetapi mereka kekurangan informasi pada perusahaan yang lainnya (Lai *et al.*, 2008).

4.5.2.8 Pengaruh variabel *net foreign buy* sebagai variabel pemoderasi LOT dalam mempengaruhi *return* saham.

Hasil pengujian model pemoderasian *net foreign buy* terhadap pengaruh LOT pada *return* saham (H2h) menunjukkan bahwa semakin tinggi *net foreign buy* maka LOT tidak berpengaruh pada *return* saham secara positif. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa *net foreign buy*, tidak secara meyakinkan memperkuat pengaruh LOT pada *return* saham. Temuan penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh LIU (2006).

Menurut LIU (2006), LOT menggunakan pengukuran multidimensi yang terdiri dari *zero trading volume*, *turnover adjustment* dan biaya perdagangan. *Zero trading volume* digunakan untuk menangkap ketidakberadaan perdagangan

sekuritas. Semakin sering ketidakberadaan perdagangan sekuritas, berarti saham kurang likuid. Dalam kasus yang ekstrim pengukuran *zero trading volume*, untuk menangkap "*lock in risk*", yang merupakan risiko ketika suatu asset tidak dapat diperdagangkan. Ukuran likuiditas ini menangkap intuisi dasar bahwa investor takut untuk memegang saham ketika mereka merasa *locked in*. Oleh karena itu, investor akan menginginkan *return* yang diharapkan lebih tinggi untuk memegang saham dengan probabilitas *lock in* yang tinggi. Kemudian, *turnover adjustment*, digunakan untuk mengklasifikasikan likuid/tidak likuid nya suatu saham dengan sering (jarang) diperdagangkan dan tinggi (rendah) *turnover* sebagai ukuran likuid dan (tidak likuid) saham. Semakin sering saham diperdagangkan semakin likuid asset tersebut. Biaya perdaganga untuk melihat mahal/tidaknya saham diperdagangkan. Semakin likuid saham, semakin lebih mahal untuk perdagangan.

Dengan tidak didukungnya *net foreign buy* pada pengaruh LOT terhadap *return* saham, berarti (1) Informasi yang berkaitan dengan *net foreign buy* mengakibatkan investor domestik menjadi lebih aktif melakukan perdagangan sehingga akan memperkecil *zero return*. Rendahnya *zero return* mengakibatkan investor cenderung melakukan perdagangan karena informasi yang didapat cukup untuk menutup biaya transaksi. (2) *Net foreign buy* akan berdampak pada semakin tingginya jumlah surat berharga yang diperdagangkan. Namun *net buy* yang dilakukan investor asing tidak cepat di respon oleh investor domestik karena investor domestik tidak memiliki pendanaan yang kuat serta tidak seagresif investor asing dalam melakukan transaksi perdagangan (Argawal, 2008). (3)

Semakin tinggi *net foreign buy* akan meningkatkan likuiditas karena investor menjadi lebih aktif melakukan transaksi perdagangan. Seringnya melakukan transaksi perdagangan mengakibatkan tingginya biaya transaksi.

4.4. **Robustness Test**

Uji kekokohan (*robustness test*) dimaksudkan untuk menguji konsistensi hasil penelitian dan berlaku pada proksi ukuran yang berbeda. Uji kekokohan ini dilakukan dengan dua cara. Pertama, dilakukan dengan mengganti proksi ukuran likuiditas (*trading volume* diganti dengan *amivest* dan *amihud* diganti dengan *adjilliq*). Kedua, tanpa memasukan tahun 2008 (saat krisis keuangan global). Hasil pengujian seperti berikut ini:

4.4.1. Mengganti ukuran likuiditas

4.4.1.1. Pengaruh langsung (*trading volume* diganti dengan ukuran *amivest*),

Jika dilihat dari Tabel 4.3 korelasi antara *trading volume* dan *amivest* cukup tinggi sebesar 0,646; oleh karena itu kedua ukuran tersebut tidak dijadikan dalam satu model. Uji kekokohan disini, ukuran likuiditas saham yang semula menggunakan ukuran *trading volume* diganti dengan ukuran *amivest*. Pergantian ukuran ini dimaksudkan untuk memberi bukti bahwa hasil penelitian ini tidak sensitif terhadap perubahan pengukuran likuiditas. Pemakaian *amivest* untuk mengganti *trading volume* karena merupakan bentuk ukuran likuiditas yang lain seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Amihud (1997). Pengujian dilakukan

dengan menggunakan prosedur yang sama seperti pengujian menggunakan ukuran *trading volume* diatas. Adapun hasil pengujian variabel likuiditas saham dengan menggunakan *amivest* disajikan pada Tabel 4.8 berikut ini.

Tabel 4.8
Hasil uji *Robustnes* pada model persamaan *unmoderated*

Variabel	Unmoderated			Sign	Simpulan
	Koefisien	t-stat.	Prob.		
C	-0,007	-0,229	0,218		
BETA	0,001	0,840	0,400		
EBS	-0,033	-5,595	0,000***	-	H1 _a tidak didukung
RBS	0,050	6,817	0,000***	+	H1 _b didukung
ZO	16,851	133,071	0,000***	+	H1 _c tidak didukung
TO	1,569	9,229	0,000***	+	H1 _e didukung
LnAms	0,0001	0,658	0,510		H1 _g tidak didukung
AMD	-0,061	-7,228	0,000***		H1 _f didukung
GAMMA	0,019	0,265	0,790	+	H1 _i tidak didukung
LOT	-0,001	-1,654	0,090*	+	H1 _j tidak didukung
NFB	0,010	5,086	0,000***	-	
F stat			1864,925***		
R ²			0,6861		
Adj R ²			0,6857		

Variabel Dependen: *Expected return*

*** p<0,01

** p<0,05

* P<0,10

Hasil uji *robustness* dengan mengganti proksi likuiditas yang semula *trading volume* diganti *amivest* seperti terlihat dalam Tabel 4.8. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F statistik sebesar 1864,925 dan nilai signifikansinya 0,000. Hal ini berarti model secara keseluruhan fit. Nilai *adjusted R-square* nya sebesar 0,6857, berarti bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 68,57%, sisanya sebesar 31,43% dijelaskan oleh variabel lain. Berdasarkan hasil analisis regresi pada Tabel 4.8, maka hasil pengujian *robustness* adalah sebagai berikut:

- a. Variabel *beta* tidak signifikan pada *p-value* sebesar 0,400 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *beta* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *beta* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- b. Variabel *effective bid-ask spread* (EBS) signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah EBS berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis H1_a tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien, walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. *Effective bid-ask spread* adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *effective bid-ask spread* signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa H1_a tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- c. Variabel *relative bid-aks spread* (RBS) mempunyai arah positif dan signifikan pada $\alpha = 0,01$. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah RBS berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), RBS berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa H1_b didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

- d. Variabel *zero trade ratio* (ZO) signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah variabel ZO mempunyai pengaruh signifikan positif, Hipotesis H1_c tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. ZO adalah proksi illikuiditas seharusnya berpengaruh negatif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), ZO signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif, berarti bahwa H1_c tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- e. Variabel *turnover* (TO) signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah TO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), TO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa H1_e didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- f. Variabel *Amihud* (AMD) adalah proksi illikuiditas, signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah AMD berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), AMD berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa H1_f didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

- g. Variabel *Amivest* tidak signifikan pada *p-value* sebesar 0,510 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Amivest* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, berarti bahwa $H1_g$ tidak didukung. *Amivest measure* merupakan pengembangan lain oleh Amihud (1997), yang menggambarkan likuiditas suatu asset dengan melihat kedalaman pasar (*market depth*). *Amivest measure* merupakan kebalikan dari *Amihud measure*. Semakin likuid pasar modal, semakin besar pula nilai *Amivest measure* ini, karena didalam pasar modal yang likuid; volume transaksi perdagangan akan berubah besar akibat perubahan harga yang kecil. Dengan tidak didukungnya pengaruh *Amivest* terhadap *return* saham dimungkinkan karena volume perdagangan merupakan salah satu indikator untuk melihat reaksi investor terhadap informasi yang relevan dari suatu perusahaan, namun investor tidak menggunakan informasi tersebut untuk melakukan perdagangan.. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), likuiditas saham (dengan ukuran *trading volume*) juga tidak berpengaruh terhadap *return* saham, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- h. Variabel *Gamma* tidak signifikan pada *p-value* sebesar 0,790 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Gamma* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *Gamma* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_h$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

i. Variabel LOT signifikan pada p -value sebesar 0,09 dan mempunyai arah negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel LOT mempunyai pengaruh signifikan negatif. Hipotesis H_{1i} tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. LOT adalah proksi likuiditas seharusnya berpengaruh positif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), LOT signifikan pada p -value sebesar 0,058 dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa H_{1i} tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

Hasil pengujian *robustness* pada Tabel 4.8, proksi likuiditas menggunakan *amivest* yang sebelumnya menggunakan *trading volume* menunjukkan kesesuaian dengan hasil pengujian pada Tabel 4.5 (kolom *unmoderated*). Hasil pengujian *robustness* ini juga dalam kerangka menguji pengaruh variabel likuiditas saham terhadap *return* saham.

4.4.1.2. Pengaruh moderasi

Ukuran likuiditas yang semula *trading volume* diganti dengan *amivest*. Pergantian ukuran ini dimaksudkan untuk member bukti bahwa hasil penelitian ini tidak sensitif terhadap perubahan pengukuran likuiditas. Pemakaian *amivest* untuk mengganti *trading volume* karena merupakan bentuk ukuran likuiditas yang lain seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Amihud (1997). Pengujian dilakukan dengan menggunakan prosedur yang sama seperti pengujian menggunakan ukuran

trading volume diatas. Adapun hasil pengujian pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh variabel likuiditas saham (menggunakan *amivest*) terhadap *return* saham disajikan pada Tabel 4.9 berikut ini:

Tabel 4.9
Hasil uji *Robustnes* pada model persamaan *moderated*

Variabel	<i>Moderated</i>		Prob.	Pengaruh	Simpulan
	Koefisien	t-stat.			
C	-0,001	-0,279	0,779		
BETA	0,001	1,044	0,296		
EBS	-0,033	-5,660	0,000***		
RBS	0,051	6,987	0,000***		
ZO	16,485	128,574	0,000***		
TO	1,547	9,095	0,000***		
LnAms	-8,34E-05	-0,353	0,723		
AMD	-0,067	-7,879	0,000***		
GAMMA	0,021	0,285	0,775		
LOT	-0,001	-1,841	0,065*		
NFB	-0,013	-1,315	0,188		
EBS*NFB	0,002	0,225	0,821	tidak memperkuat	hipotesis H2 _a tidak didukung
RBS*NFB	0,098	6,574	0,000***	memperkuat	hipotesis H2 _b didukung
ZO*NFB	1,446	6,120	0,000**	menurunkan likuiditas	hipotesis H2 _c didukung
TO*NFB	-0,447	-1,271	0,203	tidak memperkuat	hipotesis H2 _e tidak didukung
AMD*NFB	0,179	8,431	0,000***	menurunkan likuidita	hipotesis H2 _f didukung
LnAms*NFB	-5,80E-05	-0,139	0,888	tidak memperkuat	hipotesis H2 _g tidak didukung
GAMMA*NFB	-1,062	-0,897	0,369	tidak memperkuat	hipotesis H2 _i tidak didukung
LOT*NFB	0,001	1,460	0,144	tidak memperkuat	hipotesis H2 _j tidak didukung
F stat			1066,850***		
R ²			0,6925		
Adj R ²			0,6919		

Variabel Dependen: *Expected return*

*** p<0,01

** p<0,05

* P<0,10

Hasil uji *robustness* dengan mengganti proksi likuiditas yang semula *trading volume* diganti *amivest* seperti terlihat dalam Tabel 4.9. Hasil pengujian

menunjukkan bahwa nilai F statistic sebesar 1066,850 dan nilai signifikansinya 0,000. Hal ini berarti model secara keseluruhan fit. Nilai *adjusted R-square* nya sebesar 0,6919, berarti bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 69,19%, sisanya sebesar 30,81% dijelaskan oleh variabel lain.

Berdasarkan hasil analisis regresi pemoderasian pada Tabel 4.9. (*trading volume* diganti dengan *amivest*), maka hasil pengujian *robustness* adalah sebagai berikut:

- a. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *effective bid-ask spread* (EBS) terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh EBS terhadap *return* saham, berarti bahwa $H2_a$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- b. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh *relative bid-ask spread* (RBS) terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh RBS terhadap *return* saham, berarti bahwa $H2_b$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- c. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh *Zero* terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas). Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh *Zero* (menurunkan

- illikuiditas) terhadap *return* saham, berarti bahwa $H2_c$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- d. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *turnover* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh *turnover* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H2_e$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- e. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh *Amihud* (AMD) terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas). Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh AMD terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas), berarti bahwa $H2_f$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- f. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *Amivest* (AMS) terhadap *return* saham. Tidak didukungnya *net foreign buy* pada pengaruh *amivest* terhadap *return* saham semakin meningkat berarti *Net buy* yang dilakukan investor asing tidak cepat di respon domestik karena investor domestik tidak memiliki pendanaan yang kuat serta tidak seagresif investor asing dalam melakukan transaksi perdagangan. Oleh karena itu perubahan harga akibat semakin tingginya *net foreign buy*, tidak sebanding dengan perubahan jumlah volume transaksi perdagangan dalam rupiah. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *Net foreign buy* juga tidak memperkuat *trading volume* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H2_g$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

- g. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_i$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- h. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *LOT* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh *LOT* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H2_j$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

Hasil pengujian *robustness* pada Tabel 4.9, proksi likuiditas menggunakan *amivest* yang sebelumnya menggunakan *trading volume* menunjukkan kesesuaian dengan hasil pengujian pada Tabel 4.5 (kolom *moderated*). Hasil pengujian *robustness* ini juga dalam kerangka menguji pengaruh pemoderasian *net foreign buy* pada variabel likuiditas saham terhadap *return* saham. Pengujian *robustness* ini berarti menguatkan hasil penelitian pengaruh pemoderasian *net foreign buy* pada variabel likuiditas saham terhadap *return* saham.

4.4.1.3. Pengaruh langsung (*Amihud* diganti dengan *Adj-illq*)

Jika dilihat dari Tabel 4.3. korelasi antara *Amihud* dan *illiq-zero* cukup tinggi sebesar 0,6; oleh karena itu kedua ukuran illikuiditas tersebut dipisah. Ukuran illikuiditas yang semula *amihud* diganti dengan *adj-illq*. Pergantian ukuran ini dimaksudkan untuk member bukti bahwa hasil penelitian ini tidak sensitif terhadap perubahan pengukuran likuiditas. Pemakaian *adj-illq* untuk mengganti *Amihud* karena merupakan bentuk ukuran illikuiditas yang lain seperti pada

penelitian yang dilakukan oleh Zhang (2010). Pengujian dilakukan dengan menggunakan prosedur yang sama seperti pengujian menggunakan ukuran *amihud* diatas. Adapun hasil pengujian variabel likuiditas menggunakan *adj-illiq* disajikan pada Tabel 4.10 berikut ini.

Tabel 4.10
Hasil uji *Robustnes* pada model persamaan *unmoderated*

Variabel	<i>Unmoderated</i>			<i>Sign</i>	Simpulan
	Koefisien	t-stat.	Prob.		
C	0,015	2,340	0,019		
BETA	0,001	1,204	0,228		
EBS	-0,014	-2,512	0,012***	-	H1 _a tidak didukung
RBS	0,097	12,771	0,000***	+	H1 _b didukung
ZO	16,849	133,076	0,000***	+	H1 _c tidak didukung
LnTRV	-0,0014	-3,260	0,001***	-	H1 _d tidak didukung
TO	1,738	9,720	0,000***	+	H1 _e didukung
ILLZ	-12,517	-21,394	0,000***	-	H1 _f didukung
GAMMA	0,012	0,168	0,866	+	H1 _g tidak didukung
LOT	0,0001	0,195	0,844	+	H1 _h tidak didukung
NFB	0,008	4,468	0,000***	-	
F stat			1993,944***		
R ²			0,7003		
Adj R ²			0,7000		

Variabel Dependen: *Expected return*

*** p<0,01

** p<0,05

* P<0,10

Hasil uji *robustness* dengan mengganti proksi likuiditas yang semula *trading volume* diganti *amivest* seperti terlihat dalam Tabel 4.10. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F statistic sebesar 1993,944 dan nilai signifikansinya 0,000. Hal ini berarti model secara keseluruhan fit. Nilai *adjusted R-square* nya sebesar 0,700, berarti bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 70%, sisanya sebesar 30% dijelaskan oleh variabel lain. Berdasarkan hasil analisis regresi pada Tabel 4.10., maka hasil pengujian *robustness* adalah sebagai berikut:

- a. Variabel *beta* tidak signifikan pada *p-value* sebesar 0,228 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *beta* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *beta* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, sehingga tidak dapat digunakan untuk menjelaskan variasi *return* saham. dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- b. Variabel *effective bid-ask spread* (EBS) signifikan pada *p-value* sebesar 0,012 dan mempunyai arah negatif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah EBS berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis H_{1a} tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien, walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. *Effective bid-ask spread* adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *effective bid-ask spread* signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa H_{1a} tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- c. Variabel *relative bid-aks spread* (RBS) mempunyai arah positif dan signifikan pada $\alpha = 0,01$. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah RBS berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), RBS berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa H_{1b} didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

- d. Variabel *zero trade ratio* (ZO) signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah ZO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis H1_c tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien, walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. ZO adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), ZO signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif, berarti H1_c tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- e. Variabel *trading volume* (TRV) signifikan pada *p-value* sebesar 0,001 dan mempunyai arah negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel TRV mempunyai pengaruh signifikan negatif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah TRV berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis H1_d tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien, walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. TRV adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), TRV signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa H1_d tidak didukung, sehingga hasilnya tetap *robust*.
- f. Variabel *turnover* (TO) signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah TO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini

mengindikasikan bahwa variabel TO merupakan penjelas variasi *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), TO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_e$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

g. Variabel *Adj-illiq* signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif. *Adj-illiq* adalah proksi illikuiditas, kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Adj-illiq* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_g$ didukung. *Adj-illiq* dikembangkan oleh Zhang (2010) diartikan sebagai kombinasi antara ukuran Amihud dengan *no-trading-day frequency*. *Adj-illiq* ini digunakan untuk mengatasi masalah yang berhubungan dengan Amihud dan *Zero*. Didukungnya pengaruh *adj-illiq* terhadap *return* saham semakin meningkat mengindikasikan investor lebih aktif melakukan perdagangan sehingga akan mengurangi *zero return day*. Selain itu perdagangan saham yang aktif, menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh para investor, semakin besar pula volume perdagangan suatu saham. Volume transaksi perdagangan yang besar akan mengarahkan perubahan harga yang kecil, pada akhirnya akan semakin memperkecil nilai *amihud*. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), illikuiditas saham (dengan ukuran *Amihud*) juga berpengaruh negatif terhadap *return* saham, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

h. Variabel *Gamma* tidak signifikan pada *p-value* sebesar 0,866 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Gamma*

tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *Gamma* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_h$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

- i. Variabel LOT tidak signifikan pada *p-value* sebesar 0,844 dan mempunyai arah positif. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel LOT tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), LOT signifikan pada *p-value* sebesar 0,058 dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa $H1_i$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

Hasil pengujian *robustness* pada Tabel 4.10, proksi likuiditas yang sebelumnya menggunakan *amihud* diganti dengan ILLZ menunjukkan kesesuaian dengan hasil pengujian pada Tabel 4.5 (kolom *unmoderated*). Hasil pengujian *robustness* ini juga dalam kerangka menguji pengaruh variabel likuiditas saham terhadap *return* saham. Pengujian *robustness* ini berarti menguatkan hasil penelitian pengaruh likuiditas saham dalam menjelaskan *return* saham.

4.4.1.4. Pengaruh moderasi.

Ukuran likuiditas yang semula *amihud* diganti dengan *adj-illq*. Pergantian ukuran ini dimaksudkan untuk member bukti bahwa hasil penelitian ini tidak sensitive terhadap perubahan pengukuran likuiditas. Pemakaian *adj-illiq* untuk mengganti *amihud* karena merupakan bentuk ukuran likuiditas yang lain seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Zhang (2010). Pengujian dilakukan dengan

menggunakan prosedur yang sama seperti pengujian menggunakan ukuran *Amihud* diatas. Adapun hasil pengujian pemoderasian *net foreign buy* pada pengaruh variabel likuiditas saham terhadap *return* saham disajikan pada Tabel 4.11 berikut:

Tabel 4.11
Hasil uji *Robustnes* pada model persamaan *moderated*

Variabel	<i>Moderated</i>		Prob.	Pengaruh	Simpulan
	Koefisien	t-stat.			
C	0,016	0,460	0,016		
BETA	0,002	1,574	0,121		
EBS	-0,016	-2,808	0,005***		
RBS	0,097	12,799	0,000***		
ZO	16,747	132,199	0,000***		
TO	1,704	9,536	0,000***		
LnTRV	-0,001	-3,350	0,000***		
ILLZ	-12,720	-21,726	0,000***		
GAMMA	0,015	0,214	0,830		
LOT	0,0001	0,189	0,849		
NFB	-0,008	-0,654	0,512		
EBS*NFB	0,006	0,584	0,558	tidak memperkuat	hipotesis H1a tidak didukung
RBS*NFB	0,140	8,739	0,000***	memperkuat	hipotesis H1b didukung
ZO*NFB	1,552	6,659	0,000**	menurunkan illikuiditas	hipotesis H1c didukung
TO*NFB	-0,492	-1,356	0,174	tidak memperkuat	hipotesis H1d tidak didukung
LnTRV*NFB	-0,0003	-0,410	0,681	tidak memperkuat	hipotesis H1e tidak didukung
ILLZ*NFB	-7,758	-4,932	0,000***	menurunkan illikuiditas	hipotesis H1f didukung
GAMMA*NFB	-1,175	-1,015	0,309	tidak memperkuat	hipotesis H1g tidak didukung
LOT*NFB	0,002	1,528	0,126	tidak memperkuat	hipotesis H1h tidak didukung
F stat			1131,784***		
R ²			0,705		
Adj R ²			0,704		

Variabel Dependen: *Expected return*

*** p<0,01

** p<0.05

* P<0,10

Hasil uji *robustness* dengan mengganti proksi likuiditas yang semula *amihud* diganti dengan *adj-illiq* seperti terlihat dalam Tabel 4.11. Hasil pengujian

menunjukkan bahwa nilai F statistic sebesar 1131,784 dan nilai signifikansinya 0,000. Hal ini berarti model secara keseluruhan fit. Nilai *adjusted R-square* nya sebesar 0,7044, berarti bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 70,44%, sisanya sebesar 29,56% dijelaskan oleh variabel lain.

Berdasarkan hasil analisis regresi pemoderasian dengan *Amihud* diganti dengan *adj-illiq* pada Tabel 4.11, maka hasil pengujian *robustness* sebagai berikut:

- a. *Net foreign buy* tidak memoderasi (memperkuat) pengaruh *effective bid-ask spread* (EBS) terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi (memperkuat) pengaruh EBS terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_a$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- b. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh *relative bid-ask spread* (RBS) terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh RBS terhadap *return* saham, berarti $H1_b$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- c. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh *Zero* terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas). Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh *Zero* (menurunkan illikuiditas) terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_c$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

- d. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *turnover* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh *turnover* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_e$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- e. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *Net foreign buy* juga tidak memperkuat *trading volume* terhadap *return* saham, berarti $H2_g$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- f. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh *ILLZ* terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas). Berdasarkan hasil analisis sebelumnya yang semula menggunakan *Amihud* (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh *AMD* terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas), berarti bahwa $H1_f$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- g. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh *Gamma* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_i$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- h. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *LOT* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh *LOT* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_j$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

Hasil pengujian *robustness* pada Tabel 4.11., proksi likuiditas menggunakan *adj-illiq* yang sebelumnya menggunakan *amihud* menunjukkan kesesuaian dengan hasil pengujian pada Tabel 4.5 (kolom *moderated*). Hasil pengujian *robustness* ini juga dalam kerangka menguji pengaruh pemoderasian *net foreign buy* pada variabel likuiditas saham terhadap *return* saham. Pengujian *robustness* ini berarti menguatkan hasil penelitian pengaruh pemoderasian *net foreign buy* pada variabel likuiditas saham terhadap *return* saham.

4.4.2. Tanpa memasukkan tahun 2008.

4.4.2.1. Pengaruh Langsung

Uji kekokohan dengan cara ini dimaksudkan untuk mengetahui seberapa konsisten pengaruh likuiditas saham sebagai variabel independen dan *return* saham sebagai variabel dependen (tanpa menyertakan periode krisis keuangan tahun 2008).

Krisis keuangan yang terjadi di Amerika Serikat (AS) ternyata telah mempengaruhi kondisi keuangan global. Pada umumnya dampak krisis yang dihadapi suatu negara adalah meningkatnya inflasi, turunnya nilai tukar, turunnya pertumbuhan ekonomi, runtuhnya indeks bursa saham dan sejumlah bank/institusi keuangan/korporasi mengalami kesulitan keuangan atau bangkrut.

Bagi Indonesia, dampak langsung krisis keuangan ini adalah kerugian beberapa perusahaan di Indonesia yang berinvestasi di institusi-institusi keuangan

Amerika Serikat, sedangkan dampak tidak langsung adalah turunnya likuiditas, melonjaknya tingkat suku bunga, turunnya harga komoditas, melemahnya nilai tukar rupiah, dan melemahnya pertumbuhan sumber dana. Demikian juga, menurunnya tingkat kepercayaan konsumen, investor, dan pasar terhadap berbagai institusi keuangan yang menyebabkan melemahnya pasar modal. Krisis keuangan global memberikan dampak terhadap perekonomian suatu Negara sehingga memberikan dampak pula pada harga saham pada pasar modal. Pengaruh dari krisis global ditunjukkan dengan menurunnya harga indeks gabungan Indonesia (IHSG) dan rupiah mengalami depresiasi (*Outlook Ekonomi Indonesia 2009-2014*, edisi Januari 2008). Adapun hasil pengujian variabel likuiditas saham menggunakan ukuran likuiditas yang sama disajikan pada Tabel 4.12. berikut ini.

Tabel 4.12.
Hasil Uji *Robusness* pada persamaan *unmoderated*
Tanpa memasukkan tahun 2008

Variabel	<i>Unmoderated</i>			<i>sign</i>	Simpulan
	Koefisien	t-stat.	Prob.		
C	-0,0009	-0,142	0,886		
BETA	0,002	1,603	0,109	+	
EBS	-0,031	-5,161	0,000***	-	H1 _a tidak didukung
RBS	0,067	7,664	0,000***	+	H1 _b didukung
ZO	17,168	115,490	0,000***	+	H1 _c tidak didukung
LnTRV	-0,0002	-0,612	0,540	-	H1 _d tidak didukung
TO	1,191	6,494	0,000***	+	H1 _e didukung
AMD	-0,095	-11,038	0,000***	-	H1 _f didukung
GAMMA	0,015	0,217	0,827	+	H1 _i tidak didukung
LOT	-0,001	-1,745	0,08*	-	H1 _j tidak didukung
NFB	0,009	4,494	0,000***	+	
F stat			1591,378***		
R ²			0,6807		
Adj R ²			0,6803		

Variabel Dependen: *Expected return*

*** p<0,01

** p<0,05

* P<0,10

Hasil uji *robustness* dengan tidak menyertakan tahun 2008 terlihat dalam Tabel 4.12. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F statistic sebesar 1591,378 dan nilai signifikansinya 0,000. Hal ini berarti model secara keseluruhan fit. Nilai *adjusted R-square* nya sebesar 0,6807; berarti bahwa variabilitas variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 68,07%, sisanya sebesar 31,93% dijelaskan oleh variabel lain.

Berdasarkan hasil analisis regresi dengan tidak menyertakan tahun 2008 terlihat pada Tabel 4.12., maka hasil pengujian *robustness* adalah sebagai berikut:

- a. Variabel *beta* tidak signifikan pada *p-value* sebesar 0,109 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *beta* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *beta* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, sehingga tidak dapat digunakan untuk menjelaskan variasi *return* saham. dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- b. Variabel *effective bid-ask spread* (EBS) signifikan pada *p-value* sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah EBS berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis H1a tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien, walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. *Effective bid-ask spread* adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *effective bid-ask spread*

- signifikan pada p -value sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa $H1_a$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- c. Variabel *relative bid-ask spread* (RBS) mempunyai arah positif dan signifikan pada $\alpha = 0,01$. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah RBS berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), RBS berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_b$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- j. Variabel *zero trade ratio* (ZO) signifikan pada p -value sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah ZO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis $H1_c$ tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien, walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. ZO adalah ukuran illikuiditas yang seharusnya bertanda negatif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), ZO signifikan pada p -value sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif, berarti bahwa $H1_c$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- d. Variabel *trading volume* (TRV) tidak signifikan pada p -value sebesar 0,540 dan mempunyai arah negatif. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel TRV mempunyai tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), TRV

- tidak signifikan pada p -value sebesar 0,726 dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa $H1_d$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- e. Variabel *turnover* (TO) signifikan pada p -value sebesar 0,000 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah TO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), TO berpengaruh positif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_e$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- f. Variabel *Amihud* (AMD) signifikan pada p -value sebesar 0,000 dan mempunyai arah negatif. AMD adalah proksi illikuiditas seharusnya berpengaruh negatif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah AMD berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), AMD berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_f$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- g. Variabel *Gamma* tidak signifikan pada p -value sebesar 0,827 dan mempunyai arah positif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah *Gamma* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, sehingga tidak dapat digunakan untuk menjelaskan variasi *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), *Gamma* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_h$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

h. Variabel LOT signifikan pada *p-value* sebesar 0,08 dan mempunyai arah negatif. Kesimpulan yang bisa diperoleh dari hasil di atas adalah LOT berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *return* saham. Hipotesis H1i tidak didukung karena kriteria penerimaan hipotesis tidak tercapai pada arah koefisien, walaupun nilai signifikansinya sesuai dengan kriteria penerimaan hipotesis. LOT adalah ukuran likuiditas yang seharusnya bertanda positif. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *unmoderated*), LOT signifikan pada *p-value* sebesar 0,058, dan mempunyai arah negatif, berarti bahwa H1_i tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

Hasil pengujian *robustness* pada Tabel 4.12, menunjukkan kesesuaian dengan hasil pengujian pada Tabel 4.5 (kolom *unmoderated*). Hasil pengujian *robustness* ini juga dalam kerangka menguji pengaruh variabel likuiditas saham terhadap *return* saham. Pengujian *robustness* ini berarti menguatkan hasil penelitian bahwa likuiditas saham dapat menjelaskan *return* saham. Hasil ini membuktikan bahwa pengaruh likuiditas saham terhadap *return* saham di Bursa Efek Indonesia tidak terkena dampak krisis keuangan global secara signifikan.

4.4.1.2. Pengaruh moderasi

Uji kekokohan dengan cara ini dimaksudkan untuk mengetahui seberapa konsisten pemoderasian *net foreign buy* terhadap pada likuiditas saham terhadap *return* saham (tanpa menyertakan periode krisis keuangan tahun 2008). Adapun hasil pengujian variabel likuiditas menggunakan ukuran likuiditas yang sama dan prosedur yang sama disajikan pada Tabel 4.13. berikut ini:

Tabel 4.13
 Hasil Uji *Robusness* pada persamaan *Moderated*
 Tanpa memasukkan tahun 2008

Variabel	Koefisien	<i>Moderated</i>		Pengaruh	Simpulan
		t-stat.	Prob.		
C	0,0003	0,051	0,959		
BETA	0,002	1,893	0,058*		
EBS	-0,033	-5,379	0,000***		
RBS	0,067	7,704	0,000***		
ZO	17,059	114,135	0,000***		
LnTRV	-0,0003	-0,787	0,430		
TO	1,116	6,353	0,000***		
AMD	-0,091	-10,422	0,000***		
GAMMA	0,017	0,247	0,804		
LOT	-0,001	-1,701	0,088*		
NFB	0,003	0,273	0,784		
EBS*NFB	-0,008	-0,728	0,466	tidak memperkuat	tidak mendukung hipotesis H1a
RBS*NFB	0,150	8,336	0,000***	memperkuat	mendukung H1b
ZO*NFB	0,584	1,916	0,055*	menurunkan illikuiditas	mendukung H1c
LnTRV*NFB	-0,001	-1,679	0,09*	tidak memperkuat	tidak mendukung hipotesis H1d
TO*NFB	-0,492	-1,269	0,204	tidak memperkuat	tidak mendukung hipotesis H1e
AMD*NFB	0,013	0,383	0,701	tidak memperkuat	tidak mendukung hipotesis H1f
GAMMA*NFB	-2,334	-1,589	0,112	tidak memperkuat	tidak mendukung hipotesis Ha1g
LOT*NFB	0,002	1,430	0,152	tidak memperkuat	tidak mendukung hipotesis Ha1h
F stat			902,002***		
R ²			0,6853		
Adj R ²			0,6845		

Variabel Dependen: *Expected return*

*** p<0,01

** p<0,05

* P<0,10

Hasil uji *robustness* dengan tanpa menyertakan tahun 2008 seperti terlihat dalam Tabel 4.13. Hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai F statistic sebesar 920,002 dan nilai signifikansinya 0,000. Hal ini berarti model secara keseluruhan fit. Nilai *adjusted R-square* nya sebesar 0,6845; berarti bahwa variabilitas variabel

dependen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 68,45%, sisanya sebesar 31,55% dijelaskan oleh variabel lain.

Berdasarkan hasil analisis regresi pemoderasian tanpa menyertakan tahun 2008 seperti terlihat tanpa menyertakan tahun 2008 seperti terlihat pada Tabel 4.13., maka hasil pengujian *robustness* adalah sebagai berikut:

- a. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh EBS terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh EBS terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_a$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- b. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh RBS terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh RBS terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_b$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- c. *Net foreign buy* memperkuat pengaruh *Zero* terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas). Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh *Zero* (menurunkan illikuiditas) terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_c$ didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- d. *Net foreign buy* secara signifikan memperlemah pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham. Berbeda dengan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *Net foreign buy* tidak memperkuat *trading volume* terhadap *return* saham, berarti bahwa $H2_e$ tidak didukung.

Net foreign buy memperlemah pengaruh *trading volume* terhadap *return* saham dimungkinkan karena imbas dari sentimen negatif yang datang dari global (krisis keuangan 2008), adanya informasi aliran dana asing keluar dari dalam negeri yang mengakibatkan pelemahan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Pada dasarnya investor asing dalam menginvestasikan dananya selalu memilah menjadi dua, sebagian ditanamkan secara *long term* (jangka panjang) dan sebagian lagi untuk ditransaksikan secara *short term* (jangka pendek). Fundamental ekonomi Indonesia yang positif, untuk investasi jangka panjang, investor asing tidak akan menarik dananya dari pasar modal Indonesia meski kondisi pasar saham global (termasuk di Indonesia) tengah bergejolak. Namun ketika terdapat informasi aliran dana asing keluar, yang sebenarnya merupakan strategi investor *short term* untuk menjaga agar pasar tetap likuid, hal ini berdampak kepanikan investor domestik atas informasi yang dilakukan oleh investor asing yang menarik dananya keluar.

- e. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh *turnover* terhadap *return* saham. Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh TO terhadap *return* saham, berarti bahwa $H1_e$ tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.
- f. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh AMD terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas). Berbeda dengan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* memperkuat pengaruh AMD terhadap *return* saham (menurunkan illikuiditas), berarti bahwa $H1_f$ didukung.

Dengan tidak didukungnya *net foreign buy* memperkuat pada pengaruh *amihud* terhadap *return* saham berarti *net foreign buy* tidak berdampak pada semakin likuid saham tersebut. Hal ini dikarenakan akibat imbas dari sentimen negatif yang datang dari global (krisis keuangan 2008), yang mana terdapat informasi aliran dana asing yang keluar mengakibatkan investor domestik takut melakukan aktivitas perdagangan saham.

g. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh Gamma terhadap *return* saham.

Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh Gamma terhadap *return* saham, berarti bahwa H_{1j} tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

h. *Net foreign buy* tidak memperkuat pengaruh LOT terhadap *return* saham.

Berdasarkan hasil analisis sebelumnya (Tabel 4.5, kolom *moderated*), *net foreign buy* tidak memoderasi pengaruh LOT terhadap *return* saham, berarti bahwa H_{1j} tidak didukung, dengan demikian hasilnya tetap *robust*.

Hasil pengujian *robustness* pada Tabel 4.13., tanpa menyertakan tahun 2008 menunjukkan terdapat perbedaan dengan hasil pengujian pada Tabel 4.5 (kolom *moderated*). Hasil pengujian *robustness* ini juga dalam kerangka menguji pengaruh pemoderasian *net foreign buy* pada variabel likuiditas saham terhadap *return* saham. Hasil pengujian membuktikan bahwa terdapat imbas dari sentimen negatif yang datang dari global (krisis keuangan 2008), yang mana terdapat informasi aliran dana asing yang keluar mengakibatkan investor domestik takut melakukan aktivitas perdagangan saham.