

**PENJELASAN POLA VOLUME PERDAGANGAN TRADER  
DENGAN DATA TRANSAKSI ORDER SAHAM DI BURSA  
EFEK INDONESIA**

**Ghazali Syamni,  
Aiyub,  
Jullimursyida Ganto dan  
Azhar  
Fakultas Ekonomi Universitas Malikussaleh**

***Abstract***

*The objectives of this research is to explain pattern of behavior of trading volume intraday investor inform and investor uninformed, and analysis contribution of the both investors in explaining pattern behavior of investors trading volume in Indonesia Stock Exchange. Regression analysis result indicates that investor or trader informed is more contribution only in explaining trading volume pattern in all time intervals, but not all investors or traders uninformed contributions in all time intervals. Only order informed is more can explain trading volume pattern compared with order uninformed. Regression result finds that order status match have to share is determine trading volume pattern intraday. The role of more determined by INFBM and INFSM compared with UNFBM and UNFSM. While order status amend, open and withdraw is less have casting for determining trading volume pattern intraday. Some possibility of this development of researchs in the future, between the are test the relation of behavior of investors at trading volumes by dividing investor inform with block tradings. This division anticipated to give different response at trading volume pattern. usage of stock transaction data intraday before applying of pre-opening in Indonesia Stock Exchange.*

***Keywords:*** trading volume, investor behavior,

## 1. PENDAHULUAN

Banyak penelitian empiris yang telah dilakukan sebelumnya tentang pola besarnya volume perdagangan pada pembukaan dan penutupan pasar khususnya di Bursa New York dan Bursa Toronto. Sebagai contoh, Wood, McNish dan Ord (1985), McNish dan Wood (1990a), McNish dan Wood (1992) dan Lockwood dan Linn (1990) menemukan bentuk pola U retur dan volume perdagangan intraday. Pola-pola yang sama juga ditemukan di Bursa Asia. Lee, Fok dan Liu (2001), Ho dan Cheung (1991) menemukan bahwa volume perdagangan terbesar juga terjadi pada penutupan pasar di bursa Taiwan dan Hong Kong. Syamni (2009), Januarko dan Syamni (2009) menemukan bahwa volume perdagangan terbesar juga terjadi pada pembukaan dan penutupan pasar di Bursa Efek Indonesia. Maka dengan demikian besar volume perdagangan pada pembukaan dan penutupan pasar merupakan suatu fenomena global.

McNish dan Wood (1990b) telah berusaha menjelaskan kenapa pola tersebut ada dan mereka mengatakan karena adanya pengaruh *day end effect*. Admati dan Pfleiderer (1988 dan 1989) mengatakan pola tersebut terjadi karena adanya *liquidity trader*<sup>2</sup> atau pedagang tidak informasi melakukan perdagangan bersama dengan pedagang informasi. Karena pedagang informasi memiliki informasi lebih dalam melakukan perdagangan dibanding dengan pedagang kurang informasi. Foster dan Viswanathan (1990) mengatakan bahwa hal itu terjadi karena semua informasi terkumpul sebelum perdagangan berlangsung. Oleh karena itu, *informed trader* ingin segera masuk ke pasar untuk melakukan perdagangan karena informasi yang mereka dapatkan segera mungkin berangsur-angsur terungkap ketika transaksi-transaksi perdagangan berlangsung.

Disamping itu, Brock dan Kleidon (1991) mengatakan adanya motivasi pembagian risiko, artinya para *trader* cenderung memindahkan risiko yang dimiliki pada saat atau hari sebelumnya kepada *trader-trader* lain. Hal yang sama dikatakan oleh Gerety dan Mulherin (1992) bahwa para *trader* melaksanakan fungsi arbitrase pada waktu perdagangan dan tidak ingin mempertahankan sahamnya lebih sehari. Hasil temuan tersebut mengidentifikasi bahwa volume waktu penutupan dihubungkan dengan volatilitas dan *risk-sharing motives*. Dan menurut Slezak (1994) investor atau *trader* menghadapi ketidakpastian pada waktu penutupan pasar dan asimetri informasi konsekwensinya mereka ingin mengubah risiko yang dimilikinya. Kontribusi penelitian ini adalah untuk dapat menjejaki perilaku perdagangan intraday *informed trader* dan *uninformed trader* menggunakan data transaksi

order volume perdagangan dari Bursa Efek Indonesia. Dengan data tersebut, penelitian ini mencoba menjelaskan mengapa perilaku perdagangan investor dari volume perdagangan berpola U.

## 2. KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Mikrostruktur pasar melibatkan sejumlah aspek penting dalam proses perdagangan dan penanganan cara transaksi mikrostruktur pasar, seperti: *continous auction* atau *call market*, *broker market* atau *market maker*, sistem manual atau sistem otomatis (Glen, 1994). *Countinous auction* merupakan perdagangan yang dieksekusi dengan segera ketika harga order sudah cocok dan tersedianya saham. *Call market* suatu proses transaksi perdagangan dan semua order *batched* (dikumpulkan) bersama-sama untuk diperiksa pada waktu yang ditentukan pada setiap hari perdagangan. *Broker market* adalah suatu kondisis pasar, publik atau masyarakat yang mengajukan order kemudian diproses oleh para pialang yang bertemu dengan pialang order publik atau masyarakat yang lain. Jadi, para investor publik sebenarnya bukan bagian pertukaran atau transaksi di dalam pasar tersebut.

Order mereka dibeli atau dijual para *broker* yang bertindak sebagai perantara untuk portofolio mereka sendiri. *Market maker* atau pembentuk pasar didefinisikan sebagai "pedagang efek di bursa yang memelihara likuiditas efek dengan cara membeli dan menjual efek tertentu di pasar sekunder" [www.investorindonesia.com](http://www.investorindonesia.com). Ding dan Lau (2001) melakukan studi menggunakan data transaksi di *Stock Exchange of Singapura* menguji ekuitas *return*, volatilitas, volume dan *bid-ask spreads*. Hasil penelitian menemukan bahwa kegiatan perdagangan yang diukur dalam jumlah transaksi adalah tidak terlalu tinggi pada awal hari perdagangan. Tapi akan meningkat secara dramatis menjelang penutupan pasar, sedangkan *bid-ask spreads* meningkat pada pembukaan pasar dan turun secara drastis menjelang penutupan pasar dan volume volume mempunyai bentuk pola J. Segara dan Segara (2007) yang melakukan pengujian pola perdagangan *intraday* volume perdagangan, volatilitas harga, *order depth* dan *spreads* pada ekuitas *waran* dan ekuitas *option* di pasar keuangan Australia. Hasil penelitiannya menjelaskan bahwa volume perdagangan digambarkan berpola J terbalik dimana perdagangan sangat tinggi pada pembukaan pasar dan akan menurun pada penutupan pasar. Hal ini terjadi karena investor menukar posisi risiko sebelum penutupan dan ditransfer pada saat pasar dibuka kembali. Wei (1992) menjelaskan adanya variasi *intraday* dalam aktifitas perdagangan dan *bid-ask*

*spreads*. Variasi *intraday* volume perdagangan dan variabilitas harga berbentuk pola U berkaitan dengan tingkat asimetri informasi antara spesialis dan investor berinformasi. Abhyankar, Levin dan Limmack (1997) yang menguji variasi *intraday bid-ask*, volume perdagangan dan volatilitas saham di *London Stock Exchange* menemukan bahwa *intraday spreads* lebih tinggi pada saat pembukaan dan selanjutnya konstan dan sedikit turun pada saat penutupan. Sedangkan volume perdagangan akan tinggi pada jam 09:30 dan akan menurun pada jam 13:30 selanjutnya sedikit naik pada jam 16:00 dan rata-rata transaksi perdagangan sedikit lebih tinggi pada jam 09:30 dan 16:00. Sedangkan Lee, Fok dan Liu (2001) menguji hubungan perilaku investor pada volume perdagangan untuk menjejaki perilaku perdagangan berinformasi dan tidak berinformasi menggunakan buku limit order di *Taiwan Stock Exchange*. Hasil penelitian menjelaskan bahwa investor cenderung menempatkan order pada saat pasar dibuka dan ditutup, Obizhaeva dan Wang (2006) mengatakan penawaran dan permintaan suatu sekuritas di dalam pasar adalah *intertemporal*, bukan statis. Hal tersebut menjadi penting dalam menentukan dinamika perilaku perdagangan para pelaku pasar. Orie (1995) menguji hubungan antara volume perdagangan dan memperbarui keyakinannya. Orie mengatakan bahwa perubahan preferensi keyakinan investor terjadi jika ada perubahan posisi ekspektasi individu relatif terhadap distribusi relatif yang mereka pegang dengan investor lain. Orie (1995) mengatakan bahwa adanya hubungan antara volume perdagangan dan perubahan keyakinan. Perubahan perbedaan keyakinan terjadi jika ada perubahan posisi dari ekspektasi individu relatif terhadap distribusi relatif yang mereka pegang dengan investor lain. Obizhaeva dan Wang (2006) mengatakan penawaran dan permintaan sekuritas di dalam pasar adalah *intertemporal*, bukan statis. Sedangkan Lee, Fok dan Liu (2001) mengatakan bahwa kedua investor melakukan strategi yakni keduanya menempatkan order lebih konservatif pada pembukaan pasar dengan definisi order *informed* lebih besar dari order *uninformed*. Penelitian Lee, Fok dan Liu (2001) menemukan bahwa penempatan order *informed investors* dan *uninformed investors* berhubungan signifikan pada volume perdagangan. Penelitian Lee, Fok dan Liu (2001) tersebut mengatakan bahwa perdagangan berinformasi dan perdagangan kurang berinformasi keduanya dapat menjelaskan pola perilaku volume perdagangan, Namun kontribusi pengaruh perdagangan kurang berinformasi relatif lebih besar terhadap volume perdagangan.

1. Apakah penempatan order *informed trader* dan *uninformed trader* berkontribusi dalam menjelaskan pola volume perdagangan?
2. Apakah kontribusi *uninformed trader* lebih besar dari *informed trader*?

### 3. METODE PENELITIAN

#### 1. Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data transaksi *intraday* yaitu *detailed transaction history-corporate edition demand & order history* bulan Maret, April dan Mei tahun 2005. Adapun yang menjadi sampel penelitian ini adalah saham-saham yang dikelompokkan dalam *pre-opening* dan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia. Penggunaan data saham LQ-45 karena saham tersebut paling aktif dan representatif dalam periode sampel perdagangan. Namun, penelitian ini hanya menggunakan 33 saham LQ-45 karena sisanya tidak ditemukan data. *Pre-opening* atau pembukaan pasar dalam penelitian ini dibuka pada 09:10-09:30 WIB, selanjutnya jam 09:45-11:45 WIB merepresentasikan periode interior sesi pagi (*inn*) dan sesi penutupan waktu pagi jam 12:00 WIB. Sedangkan untuk pembukaan sesi siang yaitu mulai jam 13.45 WIB, point interior pada jam 13:45-15:45 WIB (*inn*) siang serta penutupan pasar pada jam 16:00 WIB (*close*) siang.

#### 2. Pengukuran Variabel

Dalam melakukan transaksi perdagangan *trader* dihadapkan dengan *trade-off* dari *price priority* atau *time priority*. Dari *trade-off* ini dapat dilihat kemungkinan terjadinya order. Jika para investor berkeinginan menempatkan harga order rendah (tinggi) untuk membeli (menjual) saham, ini berarti investor ini menunggu peluang mendapat harga lebih baik. Jika ada order yang tidak terjadi dieksekusi hal tersebut mencerminkan bahwa keinginan investor/pedagang lebih pada prioritas harga atau kurang berminat melakukan perdagangan.

Namun, jika investor menempatkan harga order yang tinggi (rendah) untuk membeli (menjual) saham, artinya mereka berkeinginan besar agar order dieksekusi. Maka hal tersebut menunjukkan bahwa investor lebih berkeinginan melakukan perdagangan terjadi dan tidak berprioritas harga. Jika keinginan investor lebih kuat untuk menempatkan order pada pembukaan dan penutupan pasar maka pola bentuk U akan ditemukan pada order pembelian dan penjualan riil. Berdasarkan dari dua *trade-off* tersebut maka klasifikasi total order, yaitu:

- Total order pembelian ( $B_{i,t}$ ) pada interval  $i$  pada hari  $t$ , dan Total order Penjualan ( $S_{i,t}$ ) pada interval  $i$  pada hari  $t$ .
- *Amend order* (A): adalah order-order yang dirubah sebelum menjadi transaksi *match*.
- *Match order* (M): adalah status order yang telah terjadi proses alokasi atau penyimpanan order jual dengan order beli atas saham yang sama berdasarkan harga terbaik/ dilihat dari sisi jual dan beli.
- *Withdraw order* (W): adalah status order-order yang ditarik kembali sebelum terjadi transaksi/ belum teralokasi *match*.
- *Open order* (O): adalah order-order yang belum teralokasi atau baru sebagian teralokasi.

### 3. *Informed Investors* dan *Uninformed Investors*

Easley dan Keifer, O'Hara dan Paperman (1996) dalam Brockman dan Chung (2000) mengklasifikasikan investor kepada *informed investors* dan *uninformed investors*. *Informed investor* adalah investor yang dapat menangkap semua hal yang berkaitan dengan proses perdagangan dan mengetahui kapan melakukan order beli dan order jual di semua peristiwa seperti informasi privat dan mengamati isi berita baik dan buruk. Sedangkan *uninformed investors* yaitu investor yang tidak mempunyai kesadaran adanya peristiwa informasi privat maka tidak melakukan pengamatan isi berita baik dan buruk. Lee, Fok dan Liu (2001) yang mengklasifikasikan *informed investors* dan *uninformed investors* berdasarkan ukuran order dalam bentuk lot. *Informed investors* adalah investor melakukan order lebih dari 20 lot, sedangkan *uninformed investors* melakukan order kurang dari 20 lot.

### 4. Proses Analisis Data

Dalam menganalisis data, hal yang dilakukan adalah membagi total order dalam *order* penjualan dan *order* pembelian berdasarkan lot waktu pembukaan (*pre-opening* yaitu, jam 9:10-09:30 WIB) sampai penutupan pasar dalam interval waktu 15 menit. Total order dalam *order* penjualan dan *order* pembelian dikelompok kembali berdasarkan status ordernya yaitu *Amend order* (A), *Match order* (M), *Open* (O) *order* dan *Withdraw order* (W) dalam interval waktu 15 menit mulai sesi pertama (pagi) dan sesi kedua (siang) dari pembukaan sampai penutupan. Selanjutnya membagi order-order yang telah memiliki status order *Amend*, *Match*, *Open* dan *Withdraw* ke dalam kelompok *inform* dan *uninformed*.

### 5. Metode Analisis Data

Dalam menganalisis data untuk menjelaskan pola dari volume perdagangan tersebut digunakan rumus regresi berikut ini:

$$VOL_t = \alpha_0 + \alpha_1 INFB_t + \alpha_2 INFSt + \alpha_3 UNFB_t + \alpha_4 UNFSt + \epsilon_t, \text{ dimana,}$$

- VOL = volume perdagangan pada waktu interval t,
- INFB<sub>t</sub> = pembelian order *informed investors* interval t,
- INFSt = penjualan order *informed investors* interval t,
- UNFB<sub>t</sub> = pembelian order *uninformed investors* interval t,
- UNFSt = penjualan order *uninformed investors* interval t,

Selanjutnya untuk menginvestigasi dampak status order pada volume perdagangan. Maka persamaan regresinya adalah:

$$VOL = \alpha_0 + \alpha_1 INFBAt + \alpha_2 INFSA_t + \alpha_3 UNFBAt + \alpha_4 UNFSA_t + \alpha_5 INFBMt + \alpha_6 INFSM_t + \alpha_7 UNFBMt + \alpha_8 UNFSMt + \alpha_9 INFBO_t + \alpha_{10} INFSO_t + \alpha_{11} UNFBOT + \alpha_{12} UNFSOT + \alpha_{13} INFBW_t + \alpha_{14} INFSW_t + \alpha_{15} UNFBW_t + \alpha_{16} UNFSW_t + \epsilon_t, \text{ dimana:}$$

- Vol = volume perdagangan pada waktu interval t,
- INFBAt = order pembelian *amend informed investors* waktu interval t
- INFSA<sub>t</sub> = order penjualan *amend informed investors* waktu interval t
- UNFBAt = order pembelian *amend uninformed investors* waktu interval t
- UNFSA<sub>t</sub> = order penjualan *amend uninformed investors* waktu interval t
- INFBMt = order pembelian *match informed investors* waktu interval t
- INFSM<sub>t</sub> = order penjualan *match informed investors* waktu interval t
- UNFBMt = order pembelian *match uninformed investors* waktu interval t
- UNFSMt = order penjualan *match uninformed investors* waktu interval t
- INFBO<sub>t</sub> = order penjualan *open informed investors* waktu interval t
- INFSO<sub>t</sub> = order penjualan *open informed investors* waktu interval t
- UNFBOT = order pembelian *open uninformed investors* waktu interval t
- UNFSOT = order pembelian *open uninformed investors* waktu interval t
- INFBW<sub>t</sub> = order penjualan *withdraw informed investors* waktu interval t
- INFSW<sub>t</sub> = order penjualan *withdraw informed investors* waktu interval t
- UNFBW<sub>t</sub> = order pembelian *withdraw uninformed investors* waktu interval t
- UNFSW<sub>t</sub> = order pembelian *withdraw uninformed investors* waktu interval t

#### 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

##### 1. Penempatan order *informed trader* dan *uninformed trader* berkontribusi dalam menjelaskan pola volume perdagangan.

Hipotesis 1 menyatakan bahwa penempatan order investor berkontribusi dengan volume perdagangan pada setiap waktu waktu. Analisis ini diuji dengan menggunakan regresi pada setiap interval waktu. Regresi ini dilakukan untuk menganalisis peran *informed investors* dan *uninformed investors* dalam menempatkan order untuk menjelaskan pola volume perdagangan. Analisis regresi tersebut menggunakan perangkat *Eviews* 4.1.

Dalam tabel 1 menunjukkan bahwa penempatan order *informed trader* berhubungan signifikan pada volume perdagangan pada setiap interval. Sedangkan penempatan order *uninformed trader* baik UNFB dan UNFS kebanyakan tidak berhubungan signifikan dengan volume perdagangan. Dari koefisien nilai terlihat bahwa semua INFB dan INFS baik sesi perdagangan pagi, sesi perdagangan siang berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan, dan hanya beberapa interval UNFB yaitu pada jam open, 9:45, 11:30, 13:45, 14:00, 15:00, 15:15 dan 15:45 dan UNFS pada interval antara lain 10:10, 11:30, 13:45, 14:00 dan 15:30 (Lihat Tabel 1 dan 2). Hasil temuan tersebut memberikan indikasi bahwa hanya order *informed trader* lebih berperan dalam menjelaskan pola volume perdagangan.

Temuan ini berbeda dengan Lee, Fok dan Liu (2001) yang menemukan keduanya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan. Artinya bahwa kedua order perdagangan tersebut dapat menjelaskan pola volume perdagangan. Namun di penelitian ini menemukan bahwa *inform* order lebih berperan dalam membuat pola tersebut. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai koefisien nilai INFB lebih besar UNFB begitu juga dengan nilai koefisien INFS lebih besar UNFS.



**Tabel 1**  
Regresi Volume - Total Order Sesi Pagi  
 $VOL_t = \alpha_0 + \alpha_1 INFB_t + \alpha_2 INFS_t + \alpha_3 UNFB_t + \alpha_4 UNFS_t + \epsilon_t$

Interval	Intercept	INFB	INFS	UNFB	UNFS
Open	0,346807	0,459812***	0,495444***	0,215994**	-0,078703
09:45	0,838596***	0,487460***	0,460706***	0,048644*	0,018778
10:00	1,113935***	0,678217***	0,256954***	-0,030258	0,081625***
10:15	1,221054***	0,560795***	0,360680***	0,067585**	-0,009838
10:30	1,394131***	0,698300***	0,192194***	0,138823*	-0,055586
10:45	1,077531***	0,693886***	0,238794***	0,047496	0,009912
11:00	0,945613**	0,534805***	0,413775***	0,073786	-0,018294
11:15	0,906177***	0,510312***	0,431450***	0,017158	0,05167
11:30	1,194147***	0,701819***	0,221799***	0,097870***	-0,042212***
11:45	0,920747***	0,476162***	0,462031***	0,03544	0,036571
12:00	1,205348***	0,504817***	0,406798***	0,009952	0,065247

Sumber: Data diolah dengan EViews 4.1

Keterangan:

$VOL_t$  : volume perdagangan pada waktu interval  $t$ ,  $INFB$  dan  $UNFS$  penempatan order jual dan beli oleh investor *inform UNFB* dan  $UNFS$  adalah order beli dan jual dari investor *Uniform*, setiap interval di atas, diregresikan pada 33 sampel perusahaan pada setiap interval,  $T$  statistik diperoleh dari regresi sampel perusahaan, \*\*\* dan \* adalah tingkat signifikansi pada 1%, 5% dan 10%

**Tabel 2**  
Regresi Volume - Total Order Sesi Siang  
 $VOL_t = \alpha_0 + \alpha_1 INFB_t + \alpha_2 INFS_t + \alpha_3 UNFB_t + \alpha_4 UNFS_t + \epsilon_t$

Interval	Intercept	INFB	INFS	UNFB	UNFS
13:45	0,836244***	0,517973***	0,422752***	-0,100634***	0,179855**
14:00	0,961163***	0,574070***	0,384280***	0,078561***	-0,046317**
14:15	1,051443***	0,500515***	0,455312***	0,024909	0,00175
14:30	0,999402**	0,440446***	0,519087***	0,010725	0,017567
14:45	1,073298***	0,605405***	0,345464***	0,049829	-0,017181
15:00	1,254599***	0,488848***	0,455963***	0,045787*	-0,028693
15:15	1,453254***	0,513764***	0,467070***	0,067053**	-0,040927
15:30	0,630880***	0,396699***	0,579249***	-0,054751	0,105529***
15:45	0,994480***	0,471362***	0,492177***	0,064427***	-0,041936*
16:00	0,925559***	0,532290***	0,438912***	0,028207	-0,007822

Sumber: Data diolah dengan Eviews 4.1

Keterangan:

$VOL_t$  : volume perdagangan pada waktu interval  $t$ ,  $INFB$  dan  $UNFS$  penempatan order jual dan beli oleh investor *inform UNFB* dan  $UNFS$  adalah order beli dan jual dari investor *uniform*, setiap interval di atas, diregresikan pada 33 sampel perusahaan pada setiap interval,  $T$  statistik diperoleh dari regresi sampel perusahaan pada 33 sampel perusahaan pada setiap interval,  $T$  statistik diperoleh dari regresi adalah tingkat signifikansi pada 1%, 5% dan 10%

### 1. Kontribusi *uninformed trader* lebih besar dari *informed trader*?

Dalam hipotesis 2 dinyatakan bahwa *uninformed trader* berkontribusi lebih besar dari *informed trader* dalam menjelaskan pola volume perdagangan. Untuk menguji hipotesis ini maka dilakukan analisis pengaruh status-status order tersebut terhadap volume perdagangan (Lihat Tabel 3 dan 4). Kedua tabel tersebut menunjukkan bahwa sebagian besar status order *amend*, *open* dan *withdraw* pada sesi perdagangan tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Hal ini berarti bahwa pola volume perdagangan pada umumnya disetir oleh *match* khususnya INFBM, INFSM, dan UNFBM.

Analisis data menunjukkan bahwa order *informed investors* atau *informed trader* berhubungan signifikan dengan volume perdagangan pada setiap interval waktu. Namun kebanyakan order *uninformed* kurang berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan di semua interval waktu. Hasil statistik menunjukkan order investor *inform* beli dan jual (INFB dan INFS) semuanya berpengaruh terhadap volume perdagangan. Sedangkan *uninformed* (UNFB dan UNFS) kebanyakan tidak mempengaruhi volume perdagangan. Dan koefisien nilai INFB lebih besar dengan UNFB begitu pula dengan koefisien INFS dengan UNFS. Temuan ini berbeda dengan Lee, Fok dan Liu (2001) yang menemukan keduanya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan. Artinya bahwa kedua order perdagangan tersebut dapat menjelaskan pola volume perdagangan. Namun di penelitian ini menemukan bahwa order *informed trader* lebih berperan dalam membuat pola tersebut.

Hal tersebut dapat dilihat dari nilai koefisien nilai INFB lebih besar UNFB begitu juga dengan nilai koefisien INFS lebih besar UNFS. Selanjutnya setelah ditemukan bahwa INFB dan INFS berpengaruh lebih besar dari UNFB dan UNFS, maka pengujian dilanjutkan untuk menguji pengaruh status order *match*, *amend*, *open* dan *withdraw*. Dari analisis menunjukkan bahwa status order *amend*, *open* dan *withdraw* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volume perdagangan bahkan tidak satupun UNFSW yang signifikan. Karena itu pola volume perdagangan pada umumnya dihasilkan oleh *match* order (Lihat Tabel 3 dan 4). Disamping itu koefisien order *match* (INFBM, INFSM, UNFBM dan UNFSM) lebih besar dibandingkan dengan tiga status order lainnya. Temuan ini mendukung Lee, Fok dan Liu (2001) yang menyatakan bahwa order *real* lebih dominan dalam membuat pola J pada volume perdagangan dibandingkan dengan *waiting order* kebanyakan interval tidak berpengaruh terhadap volume perdagangan.

Perbedaan penelitian Lee Fok dan Liu dengan penelitian ini adalah terletak pada koefisien nilai INFBM dan INFSM lebih besar dari UNFBM dan UNFSM disemua interval, sedangkan Lee, Fok dan Liu (2001) menemukan hasil sebaliknya. Hasil temuan tabel 3 dan 4 ini mendukung temuan tabel 2 dan 3 sebelumnya yang memperlihatkan *informed trading* lebih berperan dari *uninformed trading* dalam menjelaskan pola *intraday* volume perdagangan.



## 5. KESIMPULAN

Hasil analisis regresi mengindikasikan bahwa investor atau *trader informed* lebih berkontribusi dalam menjelaskan pola volume perdagangan di semua interval waktu, namun tidak semua investor atau *trader uninformed* berkontribusi di setiap interval waktu. Hal tersebut berarti mengindikasikan bahwa hanya order *informed* lebih dapat menjelaskan pola volume perdagangan dibandingkan dengan order *uninformed*. Hasil regresi juga menemukan bahwa status *order match* memiliki berperan lebih dalam menentukan pola volume perdagangan *intraday*. Peran tersebut lebih ditentukan oleh INFBM dan INFMSM dibanding dengan UNFBM dan UNFMSM). Sedangkan status order *amend, open dan withdraw* kurang memiliki peran untuk menentukan pola volume perdagangan *intraday* tersebut.

Beberapa kemungkinan pengembangan penelitian ini di masa yang akan datang, diantaranya adalah menguji hubungan perilaku investor pada volume perdagangan dengan membagi investor inform dengan perdagangan blok. Pembagian ini diduga memberikan respon yang berbeda pada pola volume perdagangan. penggunaan data transaksi saham *intraday* sebelum penerapan *pre-opening* di Bursa Efek Indonesia.

## REFERENSI

- Abhyankar, D. Ghosh, E. Levin dan R. J. Limmack (1997), '*Bid-Ask Spreads, Trading Volume and Volatility: Intra-Day Evidence from the London Stock Exchange*', *Journal of Business Finance & Accounting*, 23 (4), 0306-686X.
- Brock, P., Chung, D (2000), '*Informed and Uninformed ed Trading in an Electronic, Order-Driven Environment*', *The Financial Review* 35, pp. 125-146.
- Brock, W.A. dan A.W. Kleidon (1991), '*Periodic Market Closure and Trading Volume*', *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 16, pp. 451-489.
- David K. Ding dan Sie Ting Lau (2001), '*An Analysis of Transactions Data for the Stock Exchange of Singapore: Patterns, Absolute Price Change, Trade size and Number of Transactions*', *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1) & (2),
- Foster, D. dan S. Viswanathan (1990), '*Strategic Liquidity Trading with Asymmetrically Informed Traders and Long-Lived Information*', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No.4

- Gerety, M.S. dan J.H. Mulherin (1992), '*Trading Halts and Market Activity: An Analysis of Volume at the Open and the Close*', *Journal of Finance*, Vol. 47.
- Glen, Jack (1994), '*An introduction to the microstructure of emerging market*', *International Finance Corporation*, The World Bank.
- Ho, Yan-Ki dan Cheung, Yan-Leung (1991), '*Behavior of Intra-Daily Stock Return on an Asian Emerging Market-Hongkong*', *Applied Economic*, 23, 957-966.
- Januarko, M. Unggul dan Syamni, Ghazali (2009), Bid-Ask Spread, Volume dan Volatility Intraday Saham Di Bursa Efek Indonesia, The 3<sup>rd</sup> International Conference on Development of Aceh, Proceedings
- Lee, Tsung-Yi, Fok, Robert dan Liu, Jane-Yu (2001), '*Explaining Intraday Pattern of Trading Volume from the Order Flow Data*', *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1) & (2). pp. 1765-1784.
- Lockwood, L.J. dan S.C. Linn (1990), '*An Examination of Stock Market Return Volatility During Overnight and Intraday Periods 1964-1989*', *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 591-60
- McInish, T.H. dan R.A. Wood (1990a), '*A Transactions Data Analysis of the Variability of Common Stock Returns During 1980-1984*', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 14, pp. 99-112.]
- \_\_\_\_\_ (1990b), '*An Analysis of Transactions Data for Toronto Stock Exchange Return Patterns and End-of-the-day Effect*', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 14, pp. 441-458.
- \_\_\_\_\_ (1992), '*An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spreads for NYSE Stocks*', *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 753-764.
- Obizhaeva, Anna dan Wang, Jiang (2006), '*Optimal Trading Strategy and Supply/Demand dynamics*', Working Paper, 2006
- Orie, Barron (1995), '*Trading Volume and Belief Revisions That Differ among Individual Analysts*', *The Accounting Review*, Vol. 70, No.4 581-597
- Segara, Lydia dan Segara, Reuben (2007), '*Intraday Trading Patterns in The Equity Warans and Equity Options Markets: Australian Evidence*', *The Australian Accounting Business & Finance Journal*, Vol. 1, No. 2
- Slezak, S.L. (1994), '*A Theory of the Dynamics of Security Returns Around Market Closures*', *Journal of Finance*, Vol. 49 (September), pp. 1163-211.
- Syamni, Ghazali (2009), Perilaku Volume Perdagangan di Bursa Efek Indonesia, The 3<sup>rd</sup> International Conference on Development of Aceh, Proceedings.