

FAKTOR YANG MEMPENGARUHI VOLATILITAS HARGA SAHAM DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Jeremy Cahyadi* dan Augustpaosa Nariman

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tarumanagara Jakarta

*Email: jeremy.125190046@stu.untar.ac.id

Abstract:

This research aims to find out how the factors in this study influence stock price volatility consisting of stock trading volume, dividend policy, and asset growth with firm size as a moderating variable in manufacturing companies in consumer non cyclical and healthcare sectors listed on Indonesia Stock Exchange in 2019-2021. Sampling in this study used purposive sampling method which resulted a total sample of 93 data from 31 companies. Data processing technique in this study used multiple regression analysis which was processed using E-views 12.0 program. The results of this study indicate that stock trading volume has a significant positive effect on stock price volatility, dividend policy has non significant negative effect on stock price volatility, asset growth has non significant positive effect on stock price volatility. In addition, firm size does not moderate the effect of stock trading volume on stock price volatility, firm size does not moderate dividend policy on stock price volatility, and firm size does not moderate asset growth on stock price volatility.

Keywords: Stock Price Volatility, Stock Trading Volume, Dividend Policy, Asset Growth, Firm Size

Abstrak:

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh faktor-faktor dalam penelitian ini terhadap volatilitas harga saham yang terdiri dari volume perdagangan saham, kebijakan dividen, dan pertumbuhan aset dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur sektor konsumen primer dan kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yang menghasilkan total sampel sebanyak 93 data yang berasal dari 31 perusahaan. Teknik pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda yang diolah menggunakan *software E-views 12.0*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa volume perdagangan saham berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham, kebijakan dividen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap volatilitas harga saham, pertumbuhan aset berpengaruh positif tidak signifikan terhadap volatilitas harga saham. Selain itu, ukuran perusahaan tidak memoderasi pengaruh volume perdagangan saham terhadap volatilitas harga saham, ukuran perusahaan tidak memoderasi kebijakan dividen terhadap volatilitas harga saham, dan ukuran perusahaan tidak memoderasi pertumbuhan aset terhadap volatilitas harga saham.

Kata kunci: Volatilitas Harga Saham, Volume Perdagangan Saham, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan

Pendahuluan

Dalam era perekonomian masa kini, pergerakan harga saham menjadi perhatian masyarakat karena pergerakan pasar modal memberikan peranan penting dalam pertumbuhan perekonomian negara. Bagi perusahaan, pasar modal menjadi tempat untuk mendapatkan dana yang digunakan untuk ekspansi, pengembangan usaha, penambahan modal, dan kegiatan yang berhubungan dengan pendanaan lainnya. Kondisi pasar modal dipengaruhi oleh peristiwa yang terjadi dalam suatu negara (Irmayani, 2020). Contoh dari peristiwa yang berdampak pada pasar modal adalah pandemi COVID-19 yang secara umum memberikan dampak pada volume pembelian dan penjualan saham yang akan mempengaruhi peningkatan volatilitas harga saham (Zaremba, Kizys, Aharon, & Demir, 2020). Meskipun pandemi COVID-19 memberikan dampak negatif pada seluruh sektor, sektor manufaktur seperti konsumen primer dan kesehatan menjadi salah satu sektor yang dianggap masih mampu bertahan dan tergolong relatif stabil. Tingkat konsumsi masyarakat atas kebutuhan sehari-hari yang tetap terjaga selama pandemi menjadi alasan kestabilan sektor konsumen primer, sementara itu kebutuhan masyarakat atas obat-obatan dan produk kesehatan lainnya seperti masker yang meningkat signifikan selama pandemi menjadi faktor yang menjaga stabilitas sektor kesehatan. Volatilitas harga saham yang tinggi selama pandemi COVID-19 menunjukkan perubahan harga saham dalam jarak yang lebar dalam jangka waktu yang singkat sehingga membuat harga saham sulit diprediksi yang berujung pada meningkatnya risiko dalam, berinvestasi. Volatilitas harga saham sendiri dianggap menandakan penyesuaian harga saham sebagai bentuk reaksi terhadap informasi baru yang diterima karena berhubungan dengan keputusan investasi dan ketertarikan investor. Ketertarikan investor tentu dipengaruhi oleh informasi yang diterima oleh investor dan bagaimana investor menganalisis informasi tersebut. Adanya permintaan saham yang diimbangi dengan jumlah saham yang ingin dijual akan menyebabkan volume perdagangan menjadi tinggi. Kebijakan dividen juga menjadi faktor lain yang berpotensi menentukan volatilitas harga saham karena definisi dari dividen sendiri adalah persentase dari total pendapatan perusahaan selama satu tahun yang dibagikan kepada pemegang saham (Irtan, 2020). Kebijakan dividen perusahaan dapat dipandang melalui dua sisi dimana bagi investor yang mengharapkan *return* investasi dari dividen tentu akan memilih perusahaan yang memiliki kebijakan untuk rutin membagikan dividen, sementara itu bagi investor yang mengharapkan keuntungan investasi dari *capital gain* tentu tidak akan terlalu terpengaruh oleh kebijakan dividen perusahaan. Faktor pertumbuhan aset juga dapat menentukan volatilitas harga saham dimana pertumbuhan aset sendiri diartikan sebagai peningkatan jumlah kepemilikan aset yang dihitung secara tahunan (Santioso & Angesti, 2019). Peningkatan aset perusahaan dapat diartikan bahwa perusahaan sedang dalam tahap pertumbuhan dan investor yang sudah memiliki saham perusahaan tersebut cenderung melihat tren ini sebagai sinyal positif sehingga menahan kepemilikan sahamnya. Di sisi lain investor lain yang juga melihat pertumbuhan aset tersebut sebagai informasi yang positif tentu akan melakukan permintaan pembelian sehingga berpotensi terjadi transaksi jual beli antar investor yang akan menyebabkan terjadi volatilitas. Ukuran perusahaan juga dapat menjadi faktor lain karena adanya anggapan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki kebijakan bisnis

dan kondisi keuangan yang lebih stabil serta sahamnya dimiliki oleh banyak pihak sehingga volatilitas harga sahamnya cenderung lebih kecil apabila dibandingkan dengan perusahaan yang berukuran kecil dan menengah. Pemilihan variabel volume perdagangan saham, kebijakan dividen, pertumbuhan aset, dan ukuran perusahaan sebagai faktor yang mempengaruhi volatilitas harga saham dikarenakan adanya perbedaan pada beberapa hasil penelitian terdahulu.

Kajian Teori

Efficient Market Hypothesis. Teori ini mengemukakan bahwa kondisi pasar dapat dikatakan efisien apabila harga saham dalam pasar tersebut terbentuk sesuai dengan cerminan dari seluruh informasi yang tersedia karena pada kondisi pasar yang efisien (Dias, Pereira, & Carvalho, 2022). Informasi terkait dengan saham terbagi menjadi tiga kategori yaitu informasi masa lampau, informasi publik, dan semua informasi terkait perusahaan termasuk informasi yang bersifat pribadi bagi perusahaan (Agustin, 2019). Ketersediaan informasi menjadi hal yang fundamental dalam *EMH* untuk mengetahui reaksi pasar terkait dengan berita setelah informasi sudah tersedia. Informasi-informasi penting perusahaan seperti dokumen perusahaan, laporan keuangan, dan berita terkait perusahaan adalah informasi vital yang dibutuhkan investor untuk membuat keputusan investasi.

Signalling Theory. Teori ini menjelaskan pihak internal perusahaan memiliki lebih banyak informasi terkait dengan kebijakan dan kondisi terkini perusahaan dibandingkan dengan pihak eksternal perusahaan, termasuk investor (Memon, Channa, & Khoso, 2017). Informasi yang diterima investor lewat laporan keuangan perusahaan dijadikan indikator untuk menilai kualitas perusahaan akan berdampak pada keputusan investasi (Mayangsari, 2018). Adanya asimetri informasi akibat ketimpangan informasi yang dimiliki oleh perusahaan dan pihak eksternal membuat perusahaan memiliki dorongan untuk memberikan informasi agar simetris. Informasi yang dipublikasikan mengenai perusahaan yang menyajikan gambaran masa lalu, masa kini, dan masa depan perusahaan dianggap sebagai informasi relevan.

Volatilitas Harga Saham. Volatilitas harga saham adalah naik turunnya harga saham dalam periode tertentu dalam pasar saham. Pasar saham sendiri adalah tempat bagi investor untuk melakukan transaksi jual beli saham dan melakukan analisis untuk mengambil keputusan investasi (Lakshmanasamy, 2020). Dalam kondisi pasar yang efektif, harga saham berubah dengan cepat setelah adanya informasi yang dianalisis oleh investor sehingga harga saham mencerminkan respon investor terkait informasi tersebut. Informasi meliputi inflasi, permintaan dan penawaran saham, perubahan anggaran, nilai perusahaan, kebijakan pemerintah, kinerja keuangan, dan faktor lainnya yang mana kinerja keuangan dianggap sebagai faktor terpenting terkait dengan volatilitas. Volatilitas harga saham dapat dikatakan sebagai risiko yang dihadapi oleh investor dalam melakukan investasi saham sebagai akibat dari ketidakpastian dan asimetri informasi (Nurhayati *et al*, 2021).

Volume Perdagangan Saham. Volume perdagangan saham adalah total jumlah lembar saham yang diperjualbelikan di pasar modal yang menunjukkan reaksi pasar yang berasal dari respon investor terhadap informasi yang diterima (Andiani & Gayatri, 2018). Semakin besar volume perdagangan saham menandakan tingginya ketertarikan investor pada saham perusahaan tersebut dan seberapa likuid saham tersebut. Perubahan volume dapat menjadi indikator untuk menilai pengaruh informasi terhadap keputusan

investasi dan bagaimana investor merespon informasi yang diterima. Saham dengan volume perdagangan yang tinggi setelah adanya informasi yang tersebar di pasar menandakan bahwa informasi tersebut dipandang investor sebagai informasi yang akan memengaruhi nilai saham sehingga investor membuat keputusan untuk menjual atau membeli saham tersebut.

Kebijakan Dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan yang dibuat perusahaan terkait dengan laba yang diterima oleh perusahaan, apakah laba tersebut akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba tersebut ditahan untuk investasi masa depan perusahaan (Septyadi & Bwarleling, 2020). Dividen sendiri adalah persentase pendapatan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham (Irton, 2020). Indikator yang digunakan dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* merupakan rasio laba bersih perusahaan yang dialokasikan untuk pendistribusian dividen untuk investor (Kautsar, 2019). Tingkat *dividend payout ratio* menjadi tolak ukur investor untuk memastikan bahwa perusahaan dapat mempertahankan pembayaran dividen secara terus menerus dalam jangka panjang.

Pertumbuhan Aset. Pertumbuhan aset adalah peningkatan aset tetap yang diukur secara tahunan (Santioso & Angesti, 2019). Aset sendiri adalah barang yang memiliki nilai ekonomi yang dimiliki oleh instansi atau badan usaha (Siregar, 2018). Pertumbuhan aset dapat menggambarkan rata-rata pertumbuhan nilai perusahaan dan dapat digunakan untuk memprediksi pertumbuhan laba di masa depan dengan menganalisis pertumbuhan masa lalu dan profitabilitas. Semakin besar aset yang dimiliki perusahaan maka hasil operasional perusahaan akan semakin besar karena peningkatan aset yang diimbangi dengan meningkatnya hasil produksi dapat memberikan dampak positif terhadap kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan seperti meningkatnya kepercayaan dari kreditur.

Ukuran Perusahaan. Ukuran perusahaan adalah skala yang digunakan untuk mengukur besar kecilnya perusahaan melalui total aset, pendapatan bersih, dan kapitalisasi pasar perusahaan (Rosyida, Firmansyah, & Wicaksono, 2020). Perusahaan dengan kapitalisasi diatas Rp 10 triliun dikategorikan sebagai perusahaan *bluechip*, perusahaan dengan kapitalisasi senilai Rp 500 miliar sampai dengan Rp 10 triliun dikategorikan sebagai perusahaan kelas menengah atau *second liner*, terakhir perusahaan dengan nilai kapitalisasi dibawah Rp 500 miliar dikategorikan perusahaan kecil atau *third liner*. Secara umum, investor cenderung untuk lebih memercayai dengan tingkat pertumbuhan karena cenderung *return* investasi yang lebih stabil.

Kaitan Antar Variabel

Volume Perdagangan Saham dengan Volatilitas Harga Saham. Informasi yang diterima oleh investor direspon berbeda oleh setiap investor dan dapat mempengaruhi bagaimana investor membuat keputusan investasi terkait jual beli saham (Sutrisno, 2017). Volume perdagangan saham dapat dijadikan indikator untuk melihat bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi tersebut. Jung & Kang (2021) menemukan bahwa volume perdagangan saham memiliki pengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham, karena apabila suatu informasi dianggap sebagai hal yang positif maka akan terjadi volume perdagangan saham sebagai akibat dari peningkatan *supply* dan *demand* pada saham. Namun hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian oleh Purwohandoko (2021) dan Andiani & Gayatri (2018) yang menemukan bahwa volume perdagangan saham tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.

Kebijakan Dividen dengan Volatilitas Harga Saham. Teori *Bird in Hand* menjelaskan bahwa investor cenderung untuk menerima pembayaran dividen daripada keuntungan yang berasal dari *capital gain* yang berasal dari selisih harga beli dengan harga jual karena pembayaran dividen dirasa lebih pasti (Memon, Channa, & Khoso, 2017). *Dividend payout ratio* adalah proporsi pendapatan yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham (Aten & Nurdiniah, 2020). Memon, Channa & Khoso (2017) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham, dimana pembagian dividen menjadi informasi yang dinilai sebagai hal yang positif oleh investor. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan penelitian oleh Aten & Nurdiniah (2020). Namun hasil penelitian tersebut tidak sejalan dengan penelitian oleh Lotto (2021) dan Artikanaya & Gayatri (2020) yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas harga saham.

Pertumbuhan Aset dengan Volatilitas Harga Saham. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan aset maka semakin efisien perusahaan dalam melakukan kegiatan produksi yang berdampak pada operasional perusahaan. Artikanaya dan Gayatri (2020) menemukan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas harga saham dimana pertumbuhan aset perusahaan secara konsisten akan menurunkan volatilitas harga saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan Lotto (2021). Namun penelitian ini tidak sejalan dengan Phan dan Tran (2019) yang menemukan bahwa pertumbuhan aset tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham dan tidak sejalan dengan Irton (2020) yang menemukan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham.

Volume Perdagangan Saham dengan Volatilitas Harga Saham dengan Ukuran Perusahaan sebagai variabel moderasi. Perusahaan berskala besar dapat dengan mudah menarik atensi publik sehingga investor cenderung aktif dalam melakukan perdagangan saham sebab investor menghindari risiko berinvestasi pada perusahaan kecil (Khoirunnisa, 2017). Hal ini sejalan dengan Memon, Channa & Khoso (2017). Namun penelitian ini tidak sejalan dengan Kengantharan & Ford (2021) dan Andiani & Gayatri (2018) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas harga saham yang berarti perusahaan kecil lebih berfluktuatif daripada perusahaan besar karena perusahaan besar memiliki jumlah investor yang banyak sehingga fluktuasi harga sahamnya tetap terjaga.

Kebijakan Perusahaan dengan Volatilitas Harga Saham dengan Ukuran Perusahaan sebagai variabel moderasi. Perusahaan yang berukuran besar cenderung lebih mudah untuk memberikan informasi kepada masyarakat yang akan mempengaruhi keputusan investasi masyarakat seperti dengan informasi mengenai pembagian dividen. Agustino dan Dewi (2019) menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin meningkat jumlah dividen yang dibagikan karena perusahaan kecil cenderung akan mengalokasikan dana yang didapat untuk peningkatan operasional perusahaan dan ekspansi usaha. Namun hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Putri (2017) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak menjamin suatu perusahaan akan membagikan dividen.

Pertumbuhan Aset dengan Volatilitas Harga Saham dengan Ukuran Perusahaan sebagai variabel moderasi. Pertumbuhan aset perusahaan berkaitan dengan peningkatan dan penurunan total aset. Pertumbuhan aset sendiri menjadi indikator untuk mengetahui bagaimana perusahaan memaksimalkan dana yang dimiliki. Peningkatan jumlah aset berbanding lurus dengan ukuran perusahaan karena

pertumbuhan aset berpengaruh pada kapitalisasi pasar perusahaan yang mana kapitalisasi pasar menjadi tolak ukur untuk menilai ukuran perusahaan.

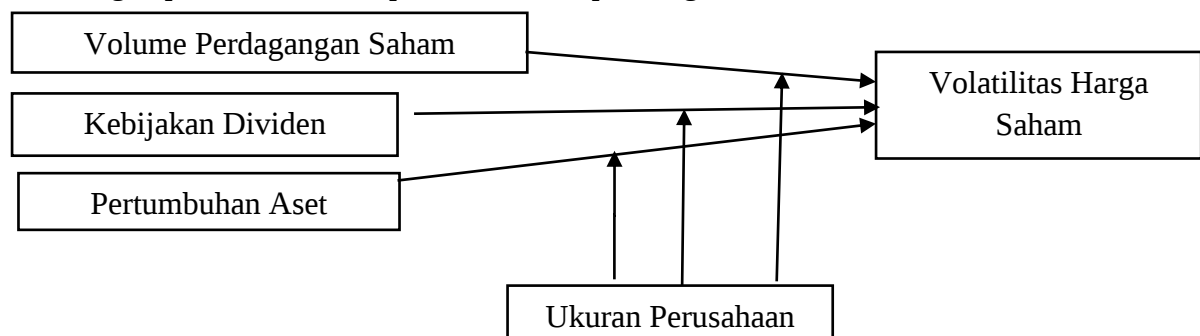
Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan penelitian, volume perdagangan saham berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham (Jung & Kang, 2021), (Ginting, 2021). Namun penelitian lain menyatakan bahwa volume perdagangan saham tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham (Utama & Purwohandoko, 2021), (Andiani & Gayatri, 2018). H_1 : Volume perdagangan saham berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham. Berdasarkan hasil penelitian, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham (Memon, Chena, Khoso, 2017), (Aten & Nurdiniah, 2020). Tetapi penelitian lain menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap volatilitas harga saham (Lotto, 2021), (Artikanaya & Gayatri, 2020). H_2 : Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas harga saham.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan aset berpengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas harga saham (Lotto, 2021), (Artikanaya & Gayatri, 2020). Sementara hasil penelitian lain menunjukkan bahwa pertumbuhan aset tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham (Phan dan Tran, 2019) dan pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap volatilitas harga saham (Irton, 2020). H_3 : Pertumbuhan aset berpengaruh negatif signifikan terhadap volatilitas harga saham. Perusahaan yang lebih besar cenderung mudah dalam menarik perhatian publik sehingga informasi dari perusahaan akan lebih cepat diterima yang diikuti dengan reaksi investor (Khoirunnisa, 2017). H_4 : Ukuran perusahaan memoderasi pengaruh volume perdagangan saham terhadap volatilitas harga saham.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin meningkatnya dividen berbanding lurus dengan besarnya perusahaan karena perusahaan kecil cenderung mengalokasikan dana untuk pengembangan perusahaan (Agustino dan Dewi, 2019). Namun penelitian lain menjelaskan bahwa ukuran perusahaan tidak menjamin perusahaan akan melakukan pembagian dividen terutama dalam kondisi tertentu (Putri, 2017). H_5 : Ukuran perusahaan memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap volatilitas harga saham. Pertumbuhan aset yang menjadi indikator dari ukuran perusahaan memberikan dampak berupa informasi yang diterima oleh pasar yang direspon oleh investor dengan berbagai pendekatan. H_6 : Ukuran perusahaan memoderasi pengaruh pertumbuhan aset terhadap volatilitas harga saham.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini seperti digambarkan dibawah ini:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Metodologi

Metodologi yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia periode 2019-2021. Subyek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor konsumen primer dan kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2019-2021. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria 1) terdaftar di BEI pada tahun 2019-2021, 2) tidak melakukan *listing* atau *delisting* pada tahun 2019-2021, 3) mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember, 4) menyajikan laporan keuangan dengan mata uang Rupiah, 5) melakukan pembagian dividen secara berturut-turut selama 2019-2021, 6) saham perusahaan aktif diperdagangkan selama periode 2019-2021. Jumlah seluruh sampel yang valid adalah 93 data yang terdiri dari 31 perusahaan.

Variabel Operasional dan pengukuran yang digunakan adalah :

Tabel 1. Variabel Operasional Dan Pengukuran

Variabel	Sumber	Ukuran	Skala
Volatilitas Harga Saham	Kengantharan & Ford (2011)	$PriceVol = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n \left\{ \frac{H_i - L_i}{(H_i + L_i)} \right\}^2}{n}}$	Rasio
Volume Perdagangan Saham	Utami & Purwohandoko (2021)	Ukuran Perusahaan (size) = $\ln(\text{Tradeable Shares})$	Rasio
Kebijakan Dividen	Kengantharan & Ford (2021)	$DPR = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$	Rasio
Pertumbuhan aset	Ardiansyah Isbanah (2017)	$\text{Pertumbuhan aset} = \frac{\text{Total aset (t)} - \text{Total aset (t-1)}}{\text{Total Aset (t-1)}}$	Rasio
Ukuran Perusahaan	Kengantharan & Ford (2021)	Ukuran Perusahaan (size) = $\ln(\text{Total Aset})$	Rasio

Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Uji Asumsi Klasik. Sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari Uji Normalitas, Uji Multikolinieritas, Uji Heteroskedastisitas, dan Uji Autokorelasi. Uji normalitas dalam penelitian menggunakan Uji Jarque Berra. Dalam penelitian ini nilai Uji Jarque Berra menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.175291 yang lebih besar dari 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal. Uji selanjutnya adalah uji multikolinearitas dimana dalam penelitian ini, nilai koefisien seluruh variabel independen dan moderasi memiliki nilai dibawah 0.85 sehingga disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas dalam model regresi. Untuk uji autokorelasi menggunakan Uji *Breusch Godfrey*. Dari hasil olah data, nilai *prob chi square* yang didapat senilai 0.4184 yang lebih besar dari 0.05 yang berarti tidak terdapat gejala autokorelasi. Uji terakhir adalah uji heteroskedastisitas yang menggunakan Uji *White*. Hasil pengujian pada data menunjukkan nilai *prob chi square* pada baris *Obs*R-Squared* sebesar 0.0650 yang lebih besar dari 0.05 sehingga disimpulkan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model regresi penelitian.

Hasil uji pengaruh (uji t) dilakukan setelah model regresi lolos seluruh uji asumsi klasik, dan hasilnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2. Hasil Uji Analisis Regresi Berganda tanpa Moderasi

Dependent Variable: VOLA_Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/08/22 Time: 21:29
Sample: 2019 2021
Periods included: 3
Cross-sections included: 31
Total panel (balanced) observations: 93
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.727037	0.630393	1.153308	0.2519
VOL_X1	0.247654	0.047452	5.219040	0.0000
DIV_X2	-0.053256	0.085313	-0.624244	0.5341
ASSETS_X3	0.022282	0.123631	0.180228	0.8574
SIZE_M	-0.007520	0.021142	-0.355688	0.7229

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel di atas, maka diperoleh persamaan regresi tanpa moderasi sebagai berikut:

$$Y = 0.727037 + 0.247654X_1 - 0.0532256X_2 + 0.022282 X_3 - 0.007520Z + e$$

Dan setelah dilakukan moderasi dengan ukuran perusahaan, maka diperoleh hasil seperti dibawah ini:

Tabel 3. Hasil Uji Analisis Regresi Berganda dengan Moderasi

Dependent Variable: VOLA_Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 12/08/22 Time: 23:20
Sample: 2019 2021
Periods included: 3
Cross-sections included: 31
Total panel (balanced) observations: 93
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.049142	1.378688	1.486299	0.1409
VOL_X1	-0.459537	2.139339	-0.214803	0.8304
DIV_X2	-2.684462	2.085159	-1.287413	0.2014
ASSETS_X3	1.952721	3.393017	0.575512	0.5665
SIZE_M	-0.053465	0.047090	-1.135372	0.2594
X1M	0.024539	0.075414	0.325390	0.7457
X2M	0.090825	0.071528	1.269780	0.2076
X3M	-0.059949	0.106314	-0.563890	0.5743

Berdasarkan hasil regresi, volume perdagangan saham berpengaruh positif (0.247654) dan signifikan (0.0000) terhadap volatilitas harga saham, dan menunjukkan bahwa semakin tinggi volume perdagangan suatu saham maka semakin tinggi pula tingkat volatilitas harga saham tersebut sehingga H_1 diterima. Namun, jika dimoderasi dengan ukuran perusahaan menunjukkan bahwa interaksi antara volume perdagangan saham dengan ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan ($0.8304 > 0.05$) terhadap volatilitas harga saham sehingga H_4 ditolak. Hasil lain menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh negatif (-0.053256) dan tidak signifikan (0.5341) terhadap volatilitas harga saham yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan dimana perusahaan rutin membagikan dividen membuat volatilitas harga saham menjadi turun karena investor memilih untuk menahan kepemilikan saham sehingga H_2 ditolak. Namun apabila dimoderasi dengan ukuran perusahaan menunjukkan interaksi antara kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan ($0.2076 > 0.05$) terhadap volatilitas harga saham yang berarti H_5 ditolak. Hasil penelitian selanjutnya menunjukkan pertumbuhan aset berpengaruh positif (0.022282) dan tidak signifikan (0.8574) terhadap volatilitas harga saham yang berarti semakin tinggi pertumbuhan aset

perusahaan maka semakin tinggi pula volatilitas harga saham karena tingginya pertumbuhan aset perusahaan dianggap sebagai informasi yang positif oleh investor. Namun apabila dimoderasi dengan ukuran perusahaan menunjukkan interaksi antara pertumbuhan aset dengan ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan ($0.5743 > 0.05$) terhadap volatilitas harga saham sehingga ukuran perusahaan tidak memoderasi pengaruh pertumbuhan aset terhadap volatilitas harga saham sehingga H_6 ditolak.

Untuk mengetahui hubungan antar seluruh variabel independen terhadap variabel dependen, maka dilakukan uji *Adjusted R-square*. Nilai *Adjusted R-square* sebelum moderasi adalah sebesar 0,229865 dan setelah moderasi menjadi 0,224486.

Diskusi

Berdasarkan hasil penelitian, volume perdagangan saham menjadi indikator untuk mengukur volatilitas harga saham dimana peningkatan volume perdagangan akan selalu berbanding lurus dengan volatilitas harga saham. Kebijakan dividen yang baik dari perusahaan membuat investor cenderung menahan kepemilikan saham karena merasa *return* yang didapat dari dividen lebih pasti dan lebih menguntungkan daripada pendapatan dari *capital gain*. Pertumbuhan aset yang terjadi secara signifikan dan konsisten menjadi sinyal positif yang ditangkap oleh investor sehingga akan mempengaruhi jumlah *bid* dan *sell* yang akan berdampak pada peningkatan volatilitas harga saham. Ukuran perusahaan yang menjadi pemoderasi tidak berpengaruh pada volatilitas harga saham dimana hal ini menunjukkan perusahaan besar dan kecil memiliki risiko fluktuasi harga saham yang sama.

Penutup

Keterbatasan dalam penelitian ini terjadi karena 1) adanya keterbatasan dimana beberapa perusahaan manufaktur sektor konsumen primer dan kesehatan dalam memenuhi kriteria sehingga hasil penelitian tidak mencerminkan kondisi seluruh perusahaan sektor konsumen primer dan kesehatan, 2) periode yang digunakan hanya terdiri dari 3 tahun yaitu 2019-2021 sehingga tidak menggambarkan kondisi dalam skala yang lebih luas, terutama karena adanya pandemi pada tahun 2020 dan 2021, 3) Keterbatasan variabel independen yang belum bisa menggambarkan keadaan yang sesungguhnya. Untuk penelitian selanjutnya, dapat dilakukan penambahan periode penelitian dan mengubah atau menambah variabel independen dan juga mengubah sektor perusahaan yang dijadikan objek penelitian sehingga penelitian diharapkan dapat menunjukkan hasil yang variatif.

Daftar Rujukan/Pustaka

- Agustin, I. N. (2019). Testing Weak Form of Stock Market Efficiency at The Indonesia Sharia Stock Index. *Muqtasid: Journal of Islamic Economics and Banking*, 10(1), 17-29.
- Agustino, N. W., & Dewi, S. K. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen*, 8(8), 4957-4982.
- Andiani, N. W., & Gayatri. (2018). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Volatilitas Laba, Dividend Yield, Dan Ukuran Perusahaan Pada Volatilitas Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 24(3), 2148-2175.

- Artikanaya, I. K., & Gayatri. (2020). Pengaruh Asset Growth, Leverage, dan Dividend Payout Ratio pada Volatilitas Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi*, 30(5), 1270-1282.
- Aten, P. M., & Nurdiniah, D. (2020). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Volatilitas Harga Saham dengan Inflasi Sebagai Variabel Moderasi. *Akurasi: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 2(2), 85-94. doi:<https://doi.org/10.36407/akurasi.v2i2.192>
- Dias, R., Pereira, J. M., & Carvalho, L. C. (2022). Are African Stock Markets Efficient? A Comparative Analysis Between Six African Markets, the UK, Japan, and the USA in the Period of the Pandemic. *Nase Gospodarstvo/ our Economy*, 68(1), 35-51.
- Irmayani, N. W. (2020). Dampak Pandemi COVID 19 Terhadap Reaksi Pasar Pada Sektor Consumer Goods Industry Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, 9(12), 1227-1240. doi:<https://doi.org/10.24843/EEB.2020.v09.i12.p05>
- Irtan. (2020). The Influence of Dividend Policy on Sharia Stock Price Volatility: A Study on Indonesia Stock Exchange. *INTERNATIONAL JOURNAL OF RESEARCH IN BUSINESS AND SOCIAL SCIENCE*, 9(7), 84-92.
- Jung, W., & Kang, M. (2021). The short-term mean reversion of stock price and the change in trading volume. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies (JDQS)*, 29(3), 190-214. doi:10.1108/JDQS-01-2021-0003
- Kautsar, A. (2019). Profitability is a Mediation Variable of Debt on Dividend Payout Indonesian Agriculture Companies. *Scholars Journal of Economics, Business and Management*, 6(2), 143-146.
- Khoirunnisa, N. (2017). *Pengaruh Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Dampaknya Terhadap Volume Perdagangan Saham*. Bandung: Skripsi.
- Lakshmanasamy, T. (2020). The Effect of Volatility on Future Volatility - GARCH and EGARCH Forecasts of Stock Prices and Volatility. *IPE Journal of Management*, 10(1), 12-34.
- Mayangsari, R. (2018). Pengaruh Struktur Modal, Keputusan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Komite Audit Terhadap Nilai Perusahaan Aneka Industri yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(4), 477-485.
- Memon, N. A., Channa, N., & Khoso, I. (2017). Impact of Dividend Policy on Market Prices of Shares: Evidence From Pakistan. *Journal of Business Strategies*, 11(2), 57-72.
- Nurhayati, I., Endri, Suharti, T., Aminda, R. S., & Muniroh, L. (2021). The Impact of COVID-19 on Formation and Evaluation of Portfolio Performance: A Case of Indonesia. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(3), 63-73.
- Phan, T. K., & Tran, N. H. (2019). Dividend policy and stock price volatility in an emerging market: Does ownership structure matter? *Cogent Economics & Finance*, 7(1). doi:10.1080/23322039.2019.1637051
- Rosyida, H., Firmansyah, A., & Wicaksono, S. B. (2020). Volatilitas Harga Saham: Leverage, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Aset. *JAS (Jurnal Akuntansi Syariah)*, 4(2), 196-208.

- Santioso, L., & Angesti, Y. G. (2019). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Volatilitas Harga Saham Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ekonomi*, 24(1), 46-64.
- Septyadi, M. A., & Bwarleling, T. H. (2020). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Leverage, dan Kebijakan Dividen Terhadap Volatilitas Harga Saham. *AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 2(3), 149-162.
- Siregar, D. D. (2018). *Manajemen Aset : Strategi Penataan Konsep Pembangunan Berkelanjutan Secara Nasional dalam Konteks Kepala Daerah Sebagai CEO's pada Era Globalisasi & Otonomi Daerah*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Sutrisno, B. (2017). Hubungan Volatilitas dan Volume Perdagangan di Bursa Efek Indonesia. *Esensi: Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 7(1), 15-26.
- Utami, A. R., & Purwohandoko. (2021). Pengaruh Kebijakan Dividen, Leverage, Earning Volatility, dan Volume Perdagangan Terhadap Volatilitas Harga Saham Pada Perusahaan Sektor Finance Yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2018. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(1), 68-81.
- Zaremba, A., Kizys, R., Aharon, D. Y., & Demir, E. (2020). Infected Markets: Novel Coronavirus, Government Interventions, and Stock Return Volatility around the Globe. *Finance Research Letters*, 35, 101597.