

# Fenomena Anomali Pasar dan Perilaku Investor dalam Aktivitas Perdagangan Saham di Indonesia

Novi Tri Setyaningrum\*, Oman Rusmana

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Jenderal Soedirman

Jalan Profesor Dr. HR Boenyamin No.708, Dukuhbandong, Grendeng, Purwokerto Utara, Banyumas, Jawa Tengah 53122, Indonesia

Email: <sup>1,\*</sup>novi.tri.s@mhs.unsoed.ac.id, <sup>2</sup>oman.rusmana@unsoed.ac.id

Email Penulis Korespondensi: novi.tri.s@mhs.unsoed.ac.id

Submitted: 12/08/2025; Accepted: 21/10/2025; Published: 21/10/2025

**Abstrak**—Pasar modal idealnya bekerja secara efisien, di mana harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Namun, dalam praktiknya sering muncul penyimpangan atau anomali pasar yang tidak dapat dijelaskan sepenuhnya oleh teori pasar efisien. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dan menganalisis bentuk-bentuk anomali pasar yang terjadi di Indonesia, khususnya di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan menggunakan metode studi pustaka kualitatif (*qualitative library research*) yang berfokus pada analisis isi (*content analysis*) dan sintesis naratif terhadap hasil penelitian terdahulu, buku, serta sumber ilmiah relevan. Hasil kajian menunjukkan bahwa beberapa anomali seperti *day of the week effect*, *January effect*, *market overreaction*, dan *size effect* masih terjadi di pasar saham Indonesia. Temuan ini menantang asumsi rasionalitas investor dan membuka ruang diskusi baru terkait pendekatan *behavioral finance*. Penelitian ini memberikan kontribusi dalam memperkaya literatur mengenai perilaku pasar modal Indonesia serta menjadi referensi bagi investor dan regulator dalam memahami pola ketidakwajaran harga yang dapat memengaruhi strategi investasi.

**Kata Kunci:** Anomali Pasar; Pasar Modal; Pasar Saham Indonesia; Behavioral Finance; Efisiensi Pasar

**Abstract**—Ideally, capital markets operate efficiently, where stock prices reflect all available information. However, in practice, market anomalies often arise that cannot be fully explained by efficient market theory. This study aims to identify and analyze the types of market anomalies occurring in Indonesia, specifically on the Indonesia Stock Exchange (IDX), using a qualitative library research method that employs content analysis and narrative synthesis based on previous studies, books, and relevant scientific sources. The results of the study indicate that several anomalies, such as the day-of-the-week effect, the January effect, market overreaction, and the size effect, still occur in the Indonesian stock market. These findings challenge the assumption of investor rationality and opens up a new discussion regarding behavioral finance approaches. This research contributes to enriching the literature on Indonesian capital market behavior and serves as a reference for investors and regulators in understanding patterns of price irregularities that can influence investment strategies.

**Keywords:** Market Anomalies; Capital Markets; Indonesian Stock Market; Behavioral Finance; Market Efficiency

## 1. PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan salah satu pilar utama sistem keuangan modern, berfungsi sebagai sarana penghimpunan dana jangka panjang dari masyarakat untuk membiayai kegiatan produktif. Keberadaan pasar modal memungkinkan terjadinya alokasi sumber daya yang lebih efisien, karena dana yang menganggur dapat disalurkan kepada pihak yang membutuhkan modal untuk ekspansi usaha atau pengembangan proyek. Di banyak negara, termasuk Indonesia, pasar modal menjadi indikator penting bagi kesehatan ekonomi nasional (Nadjima dkk., 2024). Fluktuasi indeks harga saham sering kali mencerminkan ekspektasi pelaku pasar terhadap kondisi ekonomi, baik dari sisi fundamental seperti pertumbuhan PDB, inflasi, suku bunga, maupun faktor eksternal seperti harga komoditas global dan kebijakan moneter internasional. Oleh karena itu, dinamika pasar modal tidak hanya berdampak pada investor, tetapi juga memiliki implikasi makroekonomi yang luas. Bursa Efek Indonesia (BEI), sebagai satu-satunya penyelenggara perdagangan efek di Indonesia, telah mengalami transformasi signifikan sejak penggabungan Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya pada tahun 2007 (BEI, 2025). Modernisasi infrastruktur perdagangan melalui sistem elektronik, perluasan basis investor, dan pengenalan instrumen baru seperti *Exchange Traded Fund* (ETF) atau efek beragun aset, telah meningkatkan efisiensi dan aksesibilitas pasar (Lubis dkk., 2023). Meski demikian, karakteristik pasar modal Indonesia memiliki perbedaan mendasar dengan pasar modal di negara maju. Salah satu ciri utamanya adalah dominasi investor ritel yang proporsinya mencapai lebih dari 50% dalam frekuensi transaksi, diikuti oleh investor institusi domestik dan asing. Dominasi investor ritel ini membawa implikasi perilaku yang unik, karena keputusan investasi sering kali dipengaruhi oleh sentimen, rumor, atau informasi yang tidak terverifikasi, sehingga berpotensi menimbulkan volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan pasar yang didominasi investor institusional.

Dalam kerangka teori keuangan konvensional, *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang diperkenalkan oleh Eugene Fama menjadi landasan utama dalam memahami mekanisme pembentukan harga di pasar modal (Liani dkk., 2024). EMH menyatakan bahwa harga sekuritas selalu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia pada waktu tertentu. Dengan demikian, tidak ada strategi investasi yang secara konsisten dapat menghasilkan keuntungan abnormal tanpa menanggung risiko tambahan. EMH terbagi menjadi tiga bentuk: (1) *weak form*, di mana harga mencerminkan informasi historis; (2) *semi-strong form*, di mana harga mencerminkan semua informasi publik; dan (3) *strong form*, di mana harga mencerminkan semua informasi termasuk informasi privat atau insider information. Secara normatif, pasar yang efisien akan mengarahkan harga pada nilai wajar (*fair value*) sehingga peluang mispricing menjadi minimal.

Namun, sejumlah penelitian empiris baik di pasar maju maupun pasar berkembang menunjukkan bahwa efisiensi pasar tidak selalu terwujud secara sempurna. Pergerakan harga saham kerap kali memperlihatkan pola atau

kecenderungan yang tidak dapat dijelaskan sepenuhnya oleh faktor fundamental, bahkan setelah mengendalikan variabel-variabel makroekonomi dan mikroekonomi yang relevan. Fenomena penyimpangan ini dikenal sebagai anomali pasar (*market anomalies*). Menurut Woo dkk. (2020), anomali pasar merupakan deviasi sistematis dari prediksi teori pasar efisien yang dapat terjadi secara temporer maupun berulang, menandakan adanya faktor non-fundamental yang turut memengaruhi perilaku harga. Anomali pasar dapat dikategorikan dalam beberapa jenis. Pertama, anomali kalender (*calendar anomalies*), seperti *January Effect*, di mana return saham cenderung lebih tinggi pada bulan Januari, atau *Day of the Week Effect*, di mana return harian menunjukkan pola tertentu, misalnya return negatif di hari Senin. Kedua, anomali struktural, seperti *Size Effect* (saham berkapitalisasi kecil menghasilkan return lebih tinggi dibanding saham berkapitalisasi besar) atau *Value Effect* (saham dengan rasio nilai buku terhadap harga tinggi cenderung memberikan return yang lebih besar). Ketiga, anomali perilaku (*behavioral anomalies*) yang berakar pada bias kognitif dan emosional investor, seperti *overreaction*, *underreaction*, *herd behavior*, dan *loss aversion* (Woo dkk., 2020). Fenomena ini menjadi fokus kajian *behavioral finance* yang menggabungkan psikologi dan keuangan untuk menjelaskan mengapa investor tidak selalu bertindak rasional.

Konteks Indonesia memberikan ruang penelitian yang menarik untuk topik ini. Struktur pasar yang relatif kecil dibandingkan bursa global, konsentrasi likuiditas pada saham-saham tertentu (misalnya big caps di indeks LQ45), dan tingginya sensitivitas terhadap isu politik, ekonomi, maupun sosial, menciptakan kondisi yang subur bagi munculnya anomali pasar (Winny & Yulfiswandi, 2022). Misalnya, studi oleh Alexandri et al., (2020) menemukan bukti *Day of the Week Effect* di BEI, di mana return negatif sering terjadi pada hari Senin, yang dikaitkan dengan akumulasi berita negatif selama akhir pekan dan kecenderungan investor melakukan aksi ambil untung (*profit taking*). Di sisi lain, penelitian Mahadi (2021) mengamati *Ramadhan Effect*, di mana volatilitas cenderung menurun dan return meningkat menjelang Hari Raya Idul Fitri, kemungkinan akibat sentimen positif dan peningkatan konsumsi domestik.

Walaupun topik anomali pasar telah banyak dibahas, sebagian besar studi di Indonesia masih menggunakan pendekatan kuantitatif dengan fokus pada pengujian pola return menggunakan data historis. Pendekatan ini efektif untuk membuktikan keberadaan anomali secara statistik, tetapi sering kali kurang menggali akar penyebabnya secara mendalam. Selain itu, penelitian sebelumnya cenderung membahas satu jenis anomali secara terpisah, tanpa melihat keterkaitan antar fenomena atau kemungkinan bahwa beberapa anomali dapat muncul bersamaan. Belum banyak studi yang mengintegrasikan bukti empiris dengan kerangka konseptual *behavioral finance* untuk menjelaskan peran faktor psikologis, sosial, dan budaya dalam pembentukan anomali di pasar modal Indonesia. Celah inilah yang akan coba diisi oleh penelitian ini. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi dan mengelompokkan berbagai bentuk anomali pasar yang terjadi di Bursa Efek Indonesia berdasarkan hasil-hasil penelitian terdahulu, serta menganalisis keterkaitan antara anomali kalender, perilaku, dan fundamental dalam kerangka *behavioral finance*. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk meninjau sejauh mana temuan-temuan tersebut mendukung atau menantang asumsi Efficient Market Hypothesis (EMH) pada konteks pasar Indonesia. Kebaruan dari penelitian ini adalah pendekatan komprehensif berbasis studi pustaka yang tidak hanya merangkum temuan-temuan empiris, tetapi juga mengaitkan berbagai jenis anomali pasar di Indonesia dalam satu kerangka konseptual. Penelitian ini menempatkan *behavioral finance* sebagai lensa analisis utama untuk menjelaskan mengapa anomali tersebut terjadi secara berulang. Dengan demikian, penelitian ini berupaya menjembatani kesenjangan antara teori pasar efisien yang normatif dan realitas pasar yang sering kali irasional. Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi, mengelompokkan, dan menganalisis berbagai bentuk anomali pasar di Indonesia secara konseptual dengan pendekatan *behavioral finance*.

Penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi yang nyata di berbagai ranah, mulai dari dunia akademik hingga praktik lapangan. Dalam lingkup akademis, kajian ini menjadi upaya untuk mengintegrasikan beragam temuan literatur tentang anomali pasar di Indonesia yang selama ini cenderung terpisah-pisah. Banyak penelitian sebelumnya membahas fenomena ini secara parsial, misalnya hanya fokus pada efek musiman atau perilaku investor tertentu, tanpa menghubungkannya dengan anomali lain yang mungkin saling terkait. Dengan merangkai kepingan informasi tersebut menjadi satu kerangka utuh, penelitian ini dapat menjadi pijakan kokoh bagi studi lanjutan. Tidak hanya menyajikan data dan hasil penelitian terdahulu, kajian ini juga berupaya memaknai temuan-temuan tersebut dalam konteks sosial, psikologis, dan ekonomi Indonesia sehingga pembaca tidak sekadar memahami apa yang terjadi, tetapi juga alasan dan mekanisme kemunculan fenomena tersebut.

Dari sisi praktis, penelitian ini menawarkan panduan berharga bagi para pelaku pasar, baik investor individu maupun institusi. Pasar saham kerap kali digerakkan oleh sentimen yang tidak sepenuhnya rasional, sehingga memahami pola-pola anomali dapat menjadi keunggulan strategis. Investor yang mampu mengenali kecenderungan pasar seperti pergerakan harga tertentu yang muncul pada periode musiman atau respons berlebihan terhadap suatu berita dapat merancang strategi yang lebih adaptif. Pemahaman ini bukan hanya soal memanfaatkan peluang untuk meraih keuntungan, tetapi juga tentang menghindari jebakan perilaku irasional seperti herd behavior atau panic selling yang seringkali membawa kerugian besar. Dengan demikian, penelitian ini memberi bekal kepada praktisi untuk membaca dinamika pasar dengan kepala dingin di tengah riuhnya perubahan harga yang dapat memicu emosi dan keputusan terburu-buru. Bagi regulator seperti Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia, temuan dalam penelitian ini dapat menjadi masukan strategis untuk merumuskan kebijakan yang lebih responsif terhadap perilaku nyata pelaku pasar. Anomali pasar tidak selalu berarti kelemahan sistem, tetapi dapat menjadi indikator bahwa terdapat faktor psikologis atau struktural yang belum sepenuhnya terakomodasi dalam mekanisme perdagangan. Dengan memahami faktor-faktor pemicu anomali, regulator dapat memperkuat transparansi, menyempurnakan aturan main, serta menjaga efisiensi dan stabilitas pasar modal. Pada akhirnya, manfaat penelitian ini mengalir ke seluruh ekosistem. Akademisi memperoleh

fondasi teoritis yang lebih lengkap, praktisi mendapatkan panduan untuk mengambil keputusan yang lebih bijak, dan regulator memiliki dasar kebijakan yang lebih peka terhadap realitas di lapangan. Sinergi inilah yang diharapkan mampu membawa pasar modal Indonesia menuju arah yang lebih matang, stabil, dan inklusif.

Melihat kompleksitas tersebut, anomali pasar di Indonesia menjadi fenomena yang menarik untuk dikaji lebih mendalam. Di satu sisi, ia memperlihatkan bahwa pasar tidak sepenuhnya tunduk pada prinsip efisiensi informasi sebagaimana diidealkan oleh teori. Di sisi lain, ia mengungkap betapa besar peran manusia dengan segala bias, emosi, dan keterbatasannya dalam membentuk dinamika harga saham. Pemahaman yang utuh tentang anomali pasar tidak hanya membantu kita mengenali pola yang terjadi, tetapi juga memberikan wawasan untuk menafsirkan setiap pergerakan pasar dengan perspektif yang lebih luas. Pada akhirnya, memahami anomali pasar bukan sekadar upaya mencari keunikan statistik atau peluang keuntungan. Lebih dari itu, ini adalah tentang memahami perilaku manusia dalam konteks ekonomi yang nyata, membaca bahasa pasar yang sering kali tidak diucapkan, dan memaknai dinamika yang terus berubah seiring perkembangan zaman. Inilah yang menjadikan kajian ini relevan, penting, dan layak menjadi bagian dari diskusi berkelanjutan tentang bagaimana pasar modal Indonesia dapat tumbuh lebih sehat, transparan, dan inklusif.

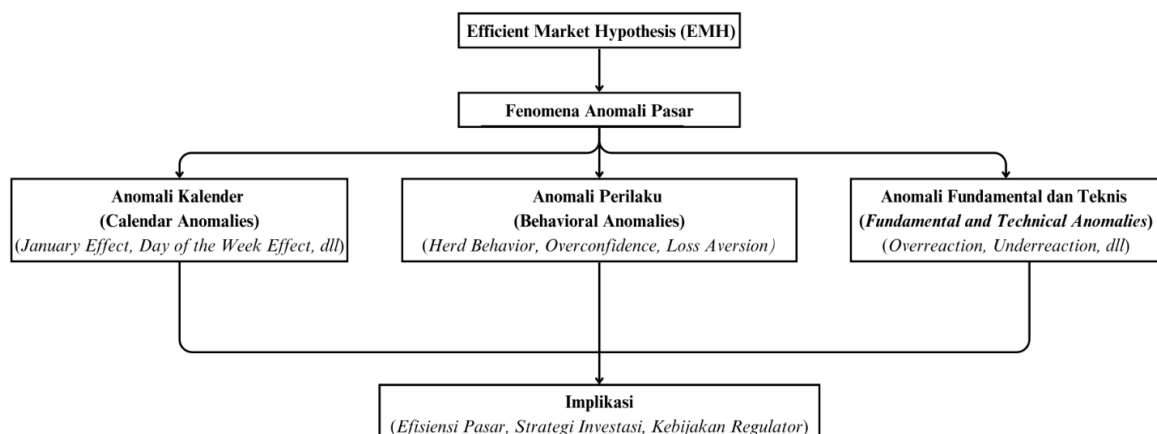
## 2. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode studi pustaka (*library research*) yang berfokus pada pengumpulan, analisis, dan sintesis berbagai sumber literatur yang relevan dengan topik anomali pasar di Indonesia. Sumber literatur mencakup jurnal ilmiah, buku, laporan riset pasar modal, data publikasi Bursa Efek Indonesia, serta artikel ilmiah lainnya yang membahas fenomena anomali baik dari sudut pandang teori maupun praktik. Pemilihan metode ini didasari oleh tujuan penelitian yang ingin membangun pemahaman konseptual dan komprehensif berdasarkan temuan-temuan yang sudah ada, sekaligus mengidentifikasi kesenjangan (*gap*) penelitian sebelumnya (Rowley & Slack, 2021). Proses penelitian dimulai dengan identifikasi topik dan perumusan masalah, yang kemudian diikuti oleh penentuan kata kunci untuk penelusuran literatur, seperti *market anomaly*, *seasonal effect*, *overreaction*, *underreaction*, *herd behavior*, dan “anomali pasar modal Indonesia”. Selanjutnya dilakukan penelusuran literatur melalui basis data akademis seperti Google Scholar, Scopus, dan DOAJ, serta sumber resmi seperti Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia. Setelah literatur terkumpul, dilakukan seleksi sumber berdasarkan kriteria inklusi seperti relevansi, kebaruan, dan kredibilitas. Sumber-sumber tersebut kemudian dianalisis untuk menemukan pola, kesamaan, dan perbedaan temuan antar penelitian. Tahap akhir adalah sintesis data, yaitu menggabungkan temuan-temuan terpilih ke dalam kerangka konseptual yang akan digunakan sebagai dasar pembahasan (Creswell & Creswell, 2022; Adib, 2024).

Kerangka konseptual penelitian ini berangkat dari teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia. Anomali pasar menjadi titik kritis yang menunjukkan penyimpangan dari asumsi EMH. Dalam penelitian ini, anomali pasar dikategorikan menjadi tiga kelompok utama:

- a. Anomali Kalender (*Calendar Anomalies*) seperti *January Effect*, *Day of the Week Effect*, atau efek bulan Ramadhan di Indonesia.
- b. Anomali Perilaku (*Behavioral Anomalies*) yang muncul akibat bias psikologis investor, seperti *herd behavior*, *overconfidence*, dan *loss aversion*.
- c. Anomali Fundamental dan Teknis (*Fundamental and Technical Anomalies*) yang muncul ketika harga saham menyimpang dari nilai intrinsiknya karena faktor-faktor tertentu, seperti reaksi berlebihan terhadap berita atau *undervaluation* pada saham tertentu.

Ketiga kelompok anomali ini menjadi lensa analisis dalam penelitian, dengan fokus pada konteks pasar saham Indonesia. Hubungan antar kategori dianalisis untuk memahami apakah anomali tersebut berdiri sendiri atau saling mempengaruhi, serta implikasinya terhadap efisiensi pasar dan perilaku investor. Berikut adalah diagram dari kerangka konseptual:



**Gambar 1.** Diagram Kerangka Konseptual

Dalam penelitian ini, variabel yang dikaji bersifat konseptual karena menggunakan pendekatan kualitatif berbasis studi pustaka. Variabel utama yang dianalisis adalah anomali pasar (market anomalies) yang merepresentasikan penyimpangan dari asumsi Efficient Market Hypothesis (EMH). Untuk memudahkan analisis, variabel ini dioperasionalkan ke dalam tiga kelompok utama, yaitu anomali kalender, anomali perilaku, dan anomali fundamental serta teknis, yang masing-masing memiliki indikator dan karakteristik tersendiri.

a. Anomali Kalender (*Calendar Anomalies*)

Anomali ini dioperasionalkan sebagai pola pergerakan harga saham yang berulang pada waktu tertentu, seperti hari dalam minggu, bulan, atau periode keagamaan. Contohnya *Day of the Week Effect*, *January Effect*, dan *Ramadhan Effect*. Fenomena ini diidentifikasi berdasarkan literatur empiris yang menunjukkan adanya perbedaan signifikan dalam rata-rata return saham pada periode-periode tertentu (Aggarwal & Jha, 2023; Adib, 2024).

b. Anomali Perilaku (*Behavioral Anomalies*)

Anomali ini dioperasionalkan sebagai bentuk penyimpangan keputusan investasi akibat faktor psikologis dan sosial yang memengaruhi perilaku investor. Bentuk-bentuk yang umum mencakup *herd behavior*, *overreaction*, *underreaction*, dan *loss aversion*. Pengoperasionalan konsep ini merujuk pada kerangka behavioral finance yang menjelaskan bahwa investor tidak selalu rasional dalam merespons informasi pasar (Bashir & Mehta, 2025; Giri dkk, 2025).

c. Anomali Fundamental dan Teknis

Anomali ini dioperasionalkan sebagai penyimpangan harga saham dari nilai intrinsik yang diukur melalui indikator fundamental dan teknikal, seperti *price to earnings ratio*, *book to market ratio*, *momentum*, dan *reversal effect*. Literatur terdahulu menunjukkan bahwa saham dengan valuasi rendah atau kapitalisasi kecil sering memberikan return lebih tinggi dibandingkan saham besar, yang menunjukkan ketidakefisienan pasar dalam menyesuaikan harga (Lazuarni dkk, 2022; Gavrilakis & Floros, 2023).

Setiap variabel dan subvariabel tersebut tidak diukur secara kuantitatif, tetapi dianalisis secara deskriptif-komparatif berdasarkan temuan penelitian terdahulu. Pendekatan ini memungkinkan peneliti untuk mengidentifikasi kesamaan pola, perbedaan, dan keterkaitan antarjenis anomali yang terjadi di Bursa Efek Indonesia, serta menilai implikasinya terhadap efisiensi pasar dan perilaku investor (Creswell & Creswell, 2022).

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### 3.1 Hasil Penelitian

Berdasarkan kajian literatur yang komprehensif yang mencakup analisis dari berbagai sumber akademik seperti jurnal ilmiah terindeks internasional, buku-buku keuangan yang menjadi rujukan utama, laporan tahunan Bursa Efek Indonesia, dan data riset pasar yang memantau tren selama sepuluh tahun terakhir, dapat disimpulkan bahwa fenomena anomali pasar di Indonesia merupakan fakta yang dapat diamati secara konsisten. Fenomena ini bukan sekadar cerita yang beredar di kalangan pelaku pasar, melainkan sebuah realitas yang muncul berulang kali dengan karakteristik yang jelas sehingga dapat dipetakan secara sistematis. Keberadaannya memiliki nilai ilmiah yang penting untuk menguji relevansi teori efisiensi pasar di negara berkembang, serta nilai praktis yang besar bagi pelaku pasar yang ingin memanfaatkan celah harga untuk memperoleh keuntungan. Berdasarkan hasil telaah pustaka, anomali pasar di Indonesia dapat dibagi menjadi tiga kelompok besar yang memiliki pola, penyebab, dan dampak yang berbeda, serta terbentuk dari interaksi kompleks antara faktor ekonomi makro, perilaku investor, dan dinamika struktural pasar modal.

Kelompok pertama adalah anomali kalender (*calendar anomalies*) yang kemunculannya relatif mudah dikenali karena terkait dengan periode atau momen tertentu dalam kalender perdagangan. Salah satu bentuk yang paling sering diteliti adalah *Day of the Week Effect* yang menunjukkan bahwa return saham pada hari Senin cenderung lebih rendah, bahkan negatif, dibandingkan hari-hari lainnya (Aggarwal & Jha, 2023a). Hal ini sering dikaitkan dengan akumulasi berita negatif atau ketidakpastian yang terjadi selama akhir pekan, yang memengaruhi sikap hati-hati investor di awal pekan. Sebaliknya, hari Jumat sering kali mencatatkan return positif yang lebih tinggi, diduga karena adanya optimisme menjelang akhir pekan atau aksi beli sebelum libur (Fleming dkk., 2024). Selain itu, terdapat juga *January Effect* yang kerap terlihat pada saham berkapitalisasi kecil. Lonjakan harga pada awal tahun ini biasanya dikaitkan dengan penyesuaian portofolio, masuknya dana baru dari bonus akhir tahun dan dividen, serta optimisme terhadap prospek ekonomi tahunan (Suprayetno dkk., 2023). Di Indonesia terdapat pula *Ramadhan Effect* yang khas, di mana menjelang dan selama bulan Ramadhan terjadi peningkatan aktivitas perdagangan terutama pada sektor konsumsi dan ritel (Adib, 2024). Kenaikan ini sering dihubungkan dengan meningkatnya daya beli masyarakat menjelang Idul Fitri, tradisi belanja tahunan, dan perputaran uang yang lebih tinggi pada periode tersebut.

**Tabel 1.** Ringkasan Anomali Kalender di BEI

Jenis Anomali	Karakteristik Utama	Periode Kemunculan	Sektor yang Paling Terpengaruh	Faktor Pemicu
<i>Day of the Week Effect</i>	Return Senin lebih rendah dan return Jumat lebih tinggi	Sepanjang tahun	Semua sector	Sentimen akhir pekan, akumulasi berita

Jenis Anomali	Karakteristik Utama	Periode Kemunculan	Sektor yang Paling Terpengaruh	Faktor Pemicu
<i>January Effect</i>	Lonjakan harga saham kecil di awal tahun	Bulan Januari	Saham small-cap, properti, konstruksi	Rebalancing portofolio, dana bonus, dividen
<i>Ramadhan Effect</i>	Peningkatan harga sektor konsumsi dan ritel	Bulan Ramadhan	Sektor konsumsi dan ritel	Lonjakan daya beli, tradisi belanja, perputaran uang

Kelompok kedua adalah anomali perilaku (*behavioral anomalies*) yang menunjukkan bahwa pasar modal tidak hanya digerakkan oleh data fundamental, tetapi juga sangat dipengaruhi oleh faktor psikologis dan sosial para pelaku pasar (Aminarty dkk., 2025). Fenomena *herd behavior* atau perilaku ikut-ikutan menjadi salah satu yang paling dominan, terutama di kalangan investor ritel. Perkembangan teknologi dan media sosial mempercepat penyebaran informasi, baik yang faktual maupun spekulatif, sehingga keputusan investasi sering kali dipengaruhi oleh tren yang sedang ramai diperbincangkan (Gupta & Shrivastava, 2022). Contoh nyata terlihat pada masa pandemi COVID-19, ketika saham-saham tertentu melonjak tajam karena viral di media sosial meskipun kondisi fundamental perusahaannya tidak mengalami perubahan signifikan (Lazzini dkk., 2022). Fenomena *overreaction* juga sering terjadi, misalnya ketika pengumuman laba yang jauh melampaui ekspektasi pasar memicu lonjakan harga yang berlebihan, yang kemudian diikuti oleh penurunan kembali ke level wajar (Kusmayadi dkk., 2023). Sebaliknya, *loss aversion* membuat investor enggan menjual saham yang merugi karena alasan emosional, meskipun analisis rasional menunjukkan potensi kerugian yang lebih besar jika tetap menahan saham tersebut (Gupta & Shrivastava, 2022).

**Tabel 2.** Ringkasan Anomali Perilaku di BEI

Jenis Anomali	Karakteristik Utama	Penyebab Utama	Dampak terhadap Strategi Investasi
<i>Herd Behavior</i>	Investor membeli atau menjual saham karena mengikuti tren atau arus mayoritas tanpa analisis mendalam	Pengaruh media sosial, rumor pasar, opini influencer	Potensi pembentukan <i>bubble</i> jangka pendek, risiko tinggi jika tren berbalik arah
<i>Overreaction</i>	Kenaikan atau penurunan harga yang berlebihan setelah berita atau peristiwa tertentu	Euforia atau kepanikan berlebihan terhadap informasi baru	Peluang <i>short-term trading</i> untuk memanfaatkan koreksi harga menuju nilai wajar
<i>Loss Aversion</i>	Keengganan menjual saham yang merugi meskipun prospek fundamental memburuk	Faktor emosional, takut mengakui kerugian	Potensi menahan aset yang nilainya terus turun dan meningkatkan risiko portofolio

Kelompok ketiga adalah anomali fundamental dan teknis (*fundamental and technical anomalies*) yang meskipun terlihat lebih subtil, tetap memiliki pengaruh signifikan terhadap strategi investasi (Lazuarni dkk., 2022). Fenomena *Size Effect* menunjukkan bahwa saham perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil cenderung memberikan return lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar dalam jangka panjang (Gavrilakis & Floros, 2023). Hal ini tidak sepenuhnya sejalan dengan prediksi teori *Capital Asset Pricing Model* yang menyatakan bahwa tingkat return sebanding dengan risiko sistematis (Zhang, 2023). Fenomena *Price to Earnings Effect* juga teridentifikasi, di mana saham dengan rasio harga terhadap laba yang rendah cenderung memberikan return lebih tinggi dibandingkan saham dengan valuasi mahal, yang menunjukkan bahwa pasar belum sepenuhnya cepat dalam menginternalisasi informasi fundamental (Jamiliana, 2023). Dari sisi teknikal, *momentum effect* terlihat ketika saham yang sedang naik cenderung terus naik dalam jangka pendek, sementara *reversal effect* menunjukkan bahwa saham yang turun tajam sering kali mengalami pemulihan harga (Li, 2020). Kedua pola ini sering dimanfaatkan oleh trader aktif, namun juga membawa risiko tinggi jika tidak dikelola dengan manajemen risiko yang tepat.

**Tabel 3.** Ringkasan Anomali Fundamental dan Teknis di BEI

Jenis Anomali	Karakteristik Utama	Penyebab Utama	Dampak terhadap Strategi Investasi
<i>Size Effect</i>	Saham berkapitalisasi kecil cenderung memberikan return lebih tinggi dalam jangka panjang dibanding saham besar	Informasi kurang tercermin di harga, kurang dilirik investor besar	Peluang investasi jangka panjang pada small-cap dengan risiko likuiditas yang perlu dikelola
<i>Price to Earnings Effect</i>	Saham dengan rasio P/E rendah cenderung memberikan return lebih tinggi dibanding saham dengan P/E tinggi	Keterlambatan pasar dalam mengapresiasi nilai fundamental	Peluang <i>value investing</i> pada saham undervalued
<i>Momentum Effect</i>	Saham yang sedang naik cenderung terus naik dalam jangka pendek	Respons positif berantai terhadap tren harga	Strategi <i>trend following</i> dalam jangka pendek, dengan disiplin manajemen risiko

Jenis Anomali	Karakteristik Utama	Penyebab Utama	Dampak terhadap Strategi Investasi
<i>Reversal Effect</i>	Saham yang turun tajam sering kali mengalami pemulihan harga	Koreksi pasar terhadap reaksi berlebihan sebelumnya	Peluang membeli saham setelah penurunan ekstrem ( <i>buy on dips</i> )

Secara keseluruhan, temuan ini menguatkan pandangan bahwa pasar saham Indonesia belum sepenuhnya memenuhi kriteria efisiensi pasar, baik dalam bentuk lemah maupun setengah-kuat. Keberadaan anomali pasar ini memberikan peluang strategis bagi investor untuk meraih keuntungan di luar prediksi model pasar efisien. Namun, peluang tersebut tidak bersifat permanen karena pola yang berlaku pada satu periode dapat menghilang atau berubah arah pada periode berikutnya. Oleh karena itu, strategi investasi berbasis anomali memerlukan riset mendalam, pemahaman akan konteks unik pasar modal Indonesia, dan kewaspadaan tinggi terhadap perubahan faktor eksternal seperti kebijakan pemerintah, kondisi makroekonomi, sentimen pasar, dan gejolak global yang dapat memengaruhi arah pergerakan harga saham secara tiba-tiba.

### 3.2 Pembahasan Penelitian

Berdasarkan hasil kajian pustaka yang komprehensif dan mendalam, dapat disimpulkan bahwa karakteristik pasar modal Indonesia tidak sepenuhnya sejalan dengan kerangka *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang dikembangkan dalam literatur keuangan modern, khususnya pada bentuk lemah (*weak form*) dan setengah-kuat (*semi-strong form*) (Liani dkk., 2024). Secara teoritis, EMH berasumsi bahwa harga saham selalu dan secara instan mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, baik informasi historis, publik, maupun yang baru saja diumumkan. Dengan demikian, peluang untuk meraih keuntungan abnormal secara konsisten hampir tidak mungkin terjadi karena pasar dianggap telah “sempurna” dalam memproses informasi. Namun, realitas di Bursa Efek Indonesia (BEI) menunjukkan gambaran yang berbeda. Terdapat jeda waktu dalam penyerapan informasi, adanya bias perilaku investor, serta pola kebiasaan yang berulang dari waktu ke waktu, yang mengakibatkan harga saham menyimpang dari nilai fundamentalnya. Penyimpangan ini bukanlah hasil kebetulan semata, melainkan sering kali mengikuti pola yang konsisten dan dapat diobservasi. Faktor-faktor seperti dominasi investor ritel yang cenderung mengandalkan intuisi atau opini publik, keterbatasan distribusi informasi yang merata di seluruh pelaku pasar, serta dinamika struktural yang khas di Indonesia, berperan besar dalam membentuk pasar yang bersifat tidak sepenuhnya efisien. Oleh karena itu, pasar modal Indonesia sebaiknya dipahami bukan sekadar sebagai arena pertukaran informasi keuangan, melainkan sebagai ekosistem kompleks yang terbentuk dari interaksi antara data, perilaku sosial, serta struktur dan mekanisme pasar itu sendiri.

Anomali kalender merupakan salah satu fenomena yang paling mudah diidentifikasi sekaligus sering menjadi fokus kajian. Pola-pola seperti *Day of the Week Effect*, *January Effect*, dan *Ramadhan Effect* muncul secara berulang dari tahun ke tahun, menunjukkan adanya keterkaitan antara waktu tertentu dengan perilaku perdagangan saham. Sebagai contoh, kecenderungan return negatif pada hari Senin kerap dikaitkan dengan akumulasi berita buruk atau ketidakpastian global yang muncul selama akhir pekan, yang memengaruhi psikologis investor sehingga mereka lebih berhati-hati di awal pekan. Sebaliknya, hari Jumat sering diwarnai optimisme, terutama jika didukung oleh rilis data ekonomi positif menjelang akhir minggu, sehingga harga saham cenderung menguat (Alexandri dkk., 2020). Fenomena *January Effect* memperlihatkan bahwa saham-saham berkapitalisasi kecil mengalami kenaikan signifikan di awal tahun, yang dipicu oleh rebalancing portofolio, masuknya dana baru dari bonus akhir tahun, dan optimisme terhadap prospek ekonomi (Suprayetno dkk., 2023). Di Indonesia, *Ramadhan Effect* menjadi anomali yang unik, di mana sektor konsumsi dan ritel mengalami lonjakan harga menjelang Idul Fitri akibat meningkatnya daya beli dan aktivitas belanja masyarakat (Adib, 2024). Fenomena ini menegaskan bahwa selain faktor ekonomi, elemen budaya, musim, dan momen sosial memiliki pengaruh signifikan terhadap dinamika pasar.

Jika kita memasuki ranah anomali perilaku, sisi manusiawi dari mekanisme pasar modal menjadi semakin terlihat. *Herd behavior*, atau perilaku ikut-ikutan, merupakan salah satu bentuk anomali perilaku yang paling dominan. Banyak investor di Indonesia, khususnya investor ritel, sering kali mengambil keputusan investasi bukan berdasarkan analisis fundamental yang mendalam, melainkan mengikuti tren yang sedang berkembang (Giri dkk., 2025). Dalam era digital dan media sosial, fenomena ini semakin diperkuat oleh kecepatan penyebaran informasi. Satu rumor tentang “saham panas” di forum atau grup investasi daring dapat memicu lonjakan pembelian secara masif, terlepas dari apakah informasi tersebut akurat atau tidak. Fenomena *overreaction* pun kerap terjadi, di mana pasar bereaksi berlebihan terhadap berita positif dengan kenaikan harga yang melampaui nilai wajar, yang kemudian diikuti oleh koreksi harga ketika euforia mereda (Kusmayadi dkk., 2023). Sebaliknya, *underreaction* menunjukkan bahwa pasar kadang merespons informasi penting secara lambat, sehingga harga baru bergerak signifikan setelah beberapa waktu (Gertsman, 2020). *Loss aversion*, atau keengganan untuk menjual saham yang sudah merugi karena enggan mengakui kerugian, juga mencerminkan bahwa faktor emosional seperti rasa takut dan harapan sering kali mengalahkan pertimbangan rasional (Gupta & Shrivastava, 2022).

Anomali fundamental dan teknis berada pada persimpangan yang menggabungkan analisis kuantitatif dengan pengamatan terhadap perilaku pasar. Menurut Cheema dkk. (2021), *Size Effect* adalah salah satu contoh yang konsisten ditemukan, di mana saham perusahaan kecil memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan besar dalam periode tertentu. Fenomena ini tidak sepenuhnya dapat dijelaskan oleh *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang berasumsi bahwa return berbanding lurus dengan risiko sistematis (Turlinda & Hasnawati, 2021).

*Price to Earnings (P/E) Effect* juga menunjukkan bahwa saham dengan valuasi rendah cenderung menghasilkan kinerja yang lebih baik dalam jangka panjang dibandingkan saham dengan valuasi tinggi (Jamiliana, 2023). Dari perspektif teknikal, pola momentum mengindikasikan bahwa saham yang mengalami kenaikan cenderung melanjutkan tren naiknya, sementara reversal menggambarkan bahwa saham yang mengalami penurunan tajam sering kali mengalami pembalikan arah harga (Li, 2020). Fenomena-fenomena ini memperlihatkan bahwa penyesuaian harga terhadap informasi tidak selalu berlangsung instan, dan adanya faktor struktural seperti biaya transaksi, keterbatasan informasi, serta larangan praktik short selling di sektor tertentu, membuat peluang anomali dapat dimanfaatkan oleh strategi investasi tertentu, meskipun risikonya tetap besar.

Jika dibandingkan dengan pasar modal negara maju, anomali di Indonesia memiliki karakteristik yang lebih khas dan kontekstual. Pasar modal negara maju biasanya memiliki struktur yang didominasi oleh investor institusional, likuiditas tinggi, serta sistem informasi yang sangat efisien, sehingga harga saham bereaksi cepat terhadap informasi baru. Di Indonesia, tingginya partisipasi investor ritel, kepekaan tinggi terhadap isu politik dan kebijakan pemerintah, serta pengaruh faktor budaya seperti pola konsumsi musiman, membuat anomali bertahan lebih lama dan muncul kembali secara periodik. Karakteristik ini sekaligus menjadi tantangan bagi otoritas pasar modal untuk meningkatkan literasi keuangan, memperluas keterbukaan informasi, serta merancang regulasi yang mampu mengakomodasi realitas perilaku pasar. Bagi investor, hal ini bisa menjadi peluang untuk meraih keuntungan, namun harus disertai dengan strategi yang matang, disiplin dalam pengelolaan risiko, dan pemahaman mendalam tentang dinamika lokal.

**Tabel 4.** Ringkasan Studi Empiris Anomali Pasar di Indonesia

Jenis Anomali	Contoh di BEI	Penyebab Utama	Dampak Terhadap Strategi Investasi
<i>Day of the Week Effect</i>	Return Senin negatif, Jumat positif	Akumulasi berita akhir pekan, optimisme penutupan pekan	Strategi beli pertengahan minggu, jual Jumat
<i>January Effect</i>	Lonjakan saham kecil awal tahun	Bonus akhir tahun, <i>rebalancing</i> portofolio	Fokus pada <i>small-cap</i> awal Januari
<i>Ramadhan Effect</i>	Kenaikan harga sektor konsumsi	Peningkatan daya beli menjelang Lebaran	Entry di sektor konsumsi pra-Ramadhan
<i>Herd Behavior</i>	Gelombang beli saham populer	Pengaruh media sosial dan forum investasi	Risiko bubble jangka pendek
<i>Overreaction</i>	Lonjakan harga pasca berita positif	Euforia pasar berlebihan	Potensi <i>short-term profit taking</i>
<i>Size Effect</i>	<i>Small-cap outperform big-cap</i>	Informasi kurang tercermin di harga	Investasi jangka panjang di <i>small-cap</i>

Fenomena-fenomena di atas tidak hanya muncul di Indonesia, melainkan juga di berbagai pasar lain di dunia. Namun, tingkat kekuatan, frekuensi, dan penyebabnya bisa berbeda karena dipengaruhi oleh faktor struktural, budaya, dan regulasi masing-masing negara. Perbandingan internasional menjadi penting karena dapat memberikan konteks yang lebih luas mengenai apakah anomali tersebut bersifat universal atau khas Indonesia. Temuan anomali pasar di Bursa Efek Indonesia secara jelas mendukung kerangka pikir *behavioral finance*, yang berangkat dari asumsi bahwa investor tidak selalu bertindak rasional sebagaimana diasumsikan dalam *Efficient Market Hypothesis (EMH)* yang dikembangkan dalam literatur keuangan modern (Liani dkk., 2024). Perspektif ini menekankan bahwa keputusan investasi dipengaruhi oleh bias kognitif, faktor emosional, dan konteks sosial-budaya. Fenomena herd behavior dapat dijelaskan melalui konsep social proof bias, yaitu kecenderungan individu meniru perilaku mayoritas karena menganggapnya sebagai sumber informasi yang valid, meskipun tanpa analisis fundamental mendalam. Di Indonesia, perilaku ini diperkuat oleh peran media sosial, forum daring, dan influencer pasar modal yang memicu aksi beli atau jual massal pada saham tertentu.

Fenomena *overreaction* mencerminkan *availability heuristic*, yakni kecenderungan investor untuk memberikan bobot berlebihan pada informasi baru yang mudah diingat atau menimbulkan respons emosional kuat (Bashir & Mehta, 2025). Hal ini sering terlihat ketika berita positif memicu kenaikan harga berlebihan, atau berita negatif memicu penurunan tajam, yang kemudian diikuti oleh koreksi harga. Sebaliknya, *underreaction* menunjukkan adanya jeda dalam merespons informasi penting, yang berpotensi menciptakan peluang arbitrage. Bias *loss aversion* sesuai dengan kerangka *prospect theory* dengan prinsip prospect theory modern yang menyatakan bahwa kerugian memberikan dampak psikologis lebih besar dibandingkan keuntungan yang setara (Aminarty dkk., 2025). Investor yang terjebak dalam bias ini cenderung menahan saham yang nilainya menurun karena enggan mengakui kerugian, sehingga risiko portofolio meningkat. Selain itu, anomali musiman seperti *Ramadhan Effect* dapat dikaitkan dengan konsep *mental accounting*, di mana investor memisahkan pengeluaran dan keuntungan berdasarkan konteks tertentu, seperti momentum keagamaan dan budaya (Adib, 2024). Hal ini menunjukkan bahwa perilaku pasar di Indonesia tidak hanya dipengaruhi data ekonomi, tetapi juga faktor sosial dan budaya yang khas. Dengan memahami mekanisme psikologis di balik anomali ini, analisis pasar modal menjadi lebih komprehensif, karena tidak hanya mempertimbangkan variabel makroekonomi dan fundamental, tetapi juga faktor non-fundamental yang bersifat manusiawi. Pendekatan *behavioral finance* membantu menjelaskan mengapa beberapa pola anomali cenderung bertahan dan bahkan berulang, meskipun informasi yang sama telah tersedia bagi semua pelaku pasar.

**Tabel 5.** Perbandingan Anomali Pasar Indonesia dengan Negara Lain

Jenis Anomali	Indonesia	Amerika Serikat	Jepang	Malaysia
<i>Day of the Week Effect</i>	Kuat pada Senin dan Jumat	Kuat pada Senin	Kuat pada Selasa	Lemah
<i>January Effect</i>	Kuat pada small-cap	Kuat pada seluruh saham	Sedang	Lemah
<i>Ramadhan Effect</i>	Sangat kuat	Tidak ada	Tidak ada	Sedang (Idul Fitri Effect)
<i>Herd Behavior</i>	Dipicu media sosial	Dipicu influencer & forum online	Dipicu rekomendasi analis	Dipicu komunitas investasi lokal
<i>Size Effect</i>	Konsisten positif	Konsisten positif	Fluktuatif	Konsisten positif

Berdasarkan Tabel 5 perbandingan yang telah disusun, dapat dilihat bahwa fenomena *Day of the Week Effect* memiliki kemiripan pola di Indonesia, Amerika Serikat, dan Jepang, namun hari yang menunjukkan return dominan berbeda. Di Indonesia, pola ini paling menonjol pada hari Senin yang cenderung memberikan return negatif serta hari Jumat yang cenderung positif. Sementara di Amerika Serikat, pola serupa juga ditemukan dalam berbagai penelitian empiris modern yang mengonfirmasi kecenderungan return negatif pada awal pekan, meskipun efek hari Jumat tidak selalu konsisten (Aggarwal & Jha, 2023). Jepang menunjukkan pola yang unik, di mana hari Selasa justru menjadi hari dengan return negatif yang lebih signifikan (Ghallabi dkk., 2024). Perbedaan ini kemungkinan besar terkait dengan jadwal rilis berita ekonomi, pola perdagangan internasional, serta budaya kerja dan pengambilan keputusan di masing-masing negara. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun fenomena ini bersifat global, waktu kemunculannya bisa sangat spesifik pada konteks pasar masing-masing.

Untuk *January Effect*, Indonesia menampilkan pola yang kuat terutama pada saham berkapitalisasi kecil (*small-cap*). Hal ini serupa dengan temuan di pasar Amerika Serikat, di mana awal tahun menjadi momentum kenaikan harga akibat masuknya dana baru, rebalancing portofolio, dan optimisme investor terhadap tahun yang baru. Namun di AS, efek ini terjadi lebih merata pada seluruh kategori saham, termasuk saham berkapitalisasi besar (*large-cap*) (Stefanescu & Dumitriu, 2023). Jepang menunjukkan tingkat *January Effect* yang sedang, sementara di Malaysia efek ini relatif lemah. Perbedaan kekuatan ini bisa dijelaskan oleh faktor seperti ukuran pasar modal, distribusi jenis investor, hingga perbedaan dalam kebijakan dividen dan bonus akhir tahun yang memengaruhi aliran dana ke pasar saham (Aggarwal & Jha, 2023b). Fenomena *Ramadhan Effect* menjadi ciri khas yang sangat menonjol di Indonesia. Lonjakan harga yang terjadi menjelang dan selama bulan Ramadan terutama terjadi pada sektor konsumsi, ritel, dan transportasi. Hal ini berkaitan dengan pola konsumsi masyarakat yang meningkat secara signifikan, perputaran uang yang lebih besar, serta antisipasi investor terhadap laporan keuangan emiten di sektor tersebut. Di negara-negara non-muslim seperti Amerika Serikat dan Jepang, fenomena ini tidak ditemukan sama sekali karena tidak ada faktor budaya yang memicu pola musiman tersebut. Malaysia menunjukkan pola yang mirip, meskipun skalanya tidak sekuat Indonesia, karena struktur pasar modal mereka memiliki diversifikasi sektor yang lebih luas dan ketergantungan pada sektor konsumsi relatif lebih kecil dibandingkan Indonesia.

*Herd behavior* atau perilaku ikut-ikutan muncul di semua negara yang dianalisis, namun pemicunya berbeda. Di Indonesia, fenomena ini banyak dipicu oleh diskusi di media sosial, forum online, dan influencer pasar modal yang memiliki basis pengikut besar di platform seperti Instagram, Twitter, dan YouTube. Di Amerika Serikat, efek ini juga dipengaruhi oleh influencer pasar, namun lebih sering dikaitkan dengan forum daring seperti Reddit (contohnya fenomena GameStop pada tahun 2021) (Yadav dkk., 2022). Jepang memiliki karakteristik berbeda, di mana *herd behavior* sering kali muncul akibat rekomendasi resmi dari analis sekuritas besar atau lembaga penelitian investasi yang memiliki reputasi tinggi (Tsuchiya, 2021). Di Malaysia, fenomena ini banyak dipicu oleh komunitas investasi lokal, seminar saham, dan jaringan sosial berbasis wilayah (Aminarty dkk., 2025). Terakhir, *Size Effect* menunjukkan konsistensi yang menarik. Di Indonesia, saham-saham berkapitalisasi kecil secara historis mampu mengungguli saham besar dalam hal return jangka panjang (Tanady & Sukamulja, 2020). Hal ini mirip dengan temuan di Amerika Serikat dan Malaysia, yang mengindikasikan bahwa informasi terkait emiten kecil sering kali tidak langsung direspons pasar secara penuh, sehingga menciptakan peluang harga yang undervalued (Rohuma, 2023; Switzer dkk., 2022). Di Jepang, pola ini lebih fluktuatif dan tidak selalu konsisten setiap tahunnya, kemungkinan besar karena pasar modal Jepang memiliki tingkat efisiensi informasi yang lebih tinggi dan investor institusional yang lebih dominan (Cheema dkk., 2021). Fenomena ini juga menunjukkan bahwa investor yang ingin memanfaatkan *Size Effect* perlu memahami bahwa peluang tersebut dapat bervariasi tergantung kondisi makroekonomi, sektor, dan tingkat likuiditas saham.

Secara keseluruhan, perbandingan internasional ini memperkuat pemahaman bahwa anomali pasar memang dapat bersifat universal, tetapi juga memiliki elemen lokal yang sangat spesifik. Hal ini berarti strategi investasi yang efektif di satu negara belum tentu berhasil di negara lain tanpa penyesuaian yang tepat. Bagi pasar modal Indonesia, temuan ini menjadi dasar penting untuk merumuskan strategi investasi yang tidak hanya meniru model negara maju, tetapi juga mempertimbangkan faktor-faktor sosial, budaya, dan struktural yang unik. Bagi akademisi, perbandingan ini membuka ruang penelitian lintas negara yang lebih luas untuk mengidentifikasi faktor penyebab perbedaan kekuatan dan pola anomali tersebut.

### 3.3 Implikasi Efisiensi, Strategi, dan Kebijakan

Hasil penelitian mengenai fenomena anomali pasar di Bursa Efek Indonesia memberikan sejumlah implikasi yang penting bagi berbagai pihak, mulai dari akademisi, praktisi investasi, hingga pembuat kebijakan. Implikasi ini tidak hanya membantu memperkaya pemahaman mengenai dinamika pasar modal Indonesia, tetapi juga memberikan landasan praktis untuk pengambilan keputusan yang lebih efektif. Berdasarkan kerangka berpikir yang digunakan dalam penelitian ini, implikasi tersebut dapat dikategorikan ke dalam tiga aspek utama, yaitu efisiensi pasar, strategi investasi, dan kebijakan regulator yaitu:

#### 3.3.1 Implikasi pada Efisiensi Pasar

Temuan anomali yang konsisten di BEI menunjukkan bahwa pasar belum sepenuhnya memenuhi asumsi efisiensi, khususnya pada bentuk *weak* dan *semi-strong*. Secara praktis, hal ini berarti harga tidak selalu serta-merta mencerminkan seluruh informasi historis atau informasi publik baru. Ada jeda waktu dan celah informasi yang dapat menimbulkan mispricing. Konsekuensinya bukan hanya berupa peluang arbitrase bagi sebagian aktor, tetapi juga dapat memengaruhi fungsi pasar sebagai mekanisme alokasi modal. Apabila harga tertahan dari mencerminkan nilai fundamental karena bias perilaku atau hambatan struktural, maka alokasi modal berisiko menjadi kurang optimal dan volatilitas jangka pendek dapat meningkat (Liani dkk., 2024). Oleh karena itu, pengakuan bahwa efisiensi bersifat relatif dan tidak mutlak penting untuk menempatkan temuan anomali dalam konteks kebijakan dan praktik investasi yang realistis. Kedalaman penyebab menunjukkan bahwa ketidakefisienan ini bersifat multifaktorial. Selain bias kognitif investor seperti *herd behavior* dan *loss aversion*, faktor *microstructure* seperti likuiditas terbatas, konsentrasi perdagangan pada beberapa saham besar, biaya transaksi, keterbatasan *short-selling*, serta dominasi investor ritel juga berperan signifikan (Woo dkk., 2020). Distribusi informasi yang tidak merata (*information asymmetry*) dan penyebaran berita yang dipercepat tetapi tidak selalu terverifikasi lewat media sosial turut memperpanjang durasi penyimpangan harga (He dkk., 2023). Interaksi antara faktor teknis seperti spread dan tick size dengan perilaku manusia membuat tingkat efisiensi berubah-ubah antar periode, sektoral, dan kondisi pasar.

Implikasi penelitian bagi pemahaman efisiensi memiliki dua arah. Pertama, terdapat kebutuhan untuk mengadopsi pengukuran efisiensi yang bersifat dinamis melalui pengujian *time-varying efficiency* dan heterogenitas antar segmen pasar. Kedua, terdapat pengakuan bahwa perbaikan efisiensi tidak hanya bergantung pada aturan formil, tetapi juga pada perbaikan distribusi informasi, infrastruktur perdagangan, dan literasi investor. Penelitian lanjutan sebaiknya menguji mekanisme penyebab secara kuantitatif serta mengevaluasi intervensi kebijakan yang dapat mengurangi durasi mispricing tanpa mengorbankan likuiditas.

#### 3.3.2 Implikasi pada Strategi Investasi

Menemukan anomali memang membuka peluang strategi, tetapi implementasinya harus realistis. Penyusunan strategi yang memanfaatkan anomali memerlukan integrasi aspek fundamental, teknikal, dan behavioral. Contoh praktis meliputi pemanfaatan pola musiman seperti *Ramadhan Effect* atau *January Effect* pada sektor atau kapitalisasi tertentu, penerapan strategi berbasis nilai atau ukuran (*value* atau *small-cap overweight*) dengan pengelolaan likuiditas yang tepat, serta penggunaan strategi momentum yang dilengkapi aturan *cut-loss* untuk mengantisipasi potensi *reversal* (Hisam, 2024). Sebelum dijalankan, strategi semacam ini perlu diuji melalui *backtest* yang ketat dengan mempertimbangkan biaya transaksi, *slippage*, kapasitas modal, dan kondisi pasar nyata karena keuntungan teoritis sering kali berkurang setelah memperhitungkan faktor implementasi. Manajemen risiko menjadi pusat dari pelaksanaan strategi berbasis anomali. Investor harus merancang parameter seperti batas toleransi *drawdown*, ukuran posisi maksimum terhadap likuiditas pasar, aturan *stop-loss* dan *take-profit* yang disiplin, serta mekanisme *rebalancing* yang memperhatikan implikasi pajak dan biaya transaksi (Ghallabi dkk., 2024). Untuk strategi jangka pendek atau frekuensi tinggi, penggunaan eksekusi otomatis dan algoritma order routing menjadi penting untuk mengurangi *slippage*. Sementara itu, bagi investor jangka panjang, pendekatan *value investing* yang mempertimbangkan anomali *size* atau rasio P/E dapat dipadukan dengan diversifikasi portofolio dan *stress-testing* guna mengurangi risiko idiosinkratik (risiko yang tidak berhubungan dengan pergerakan pasar) (Montesi dkk., 2020).

Di sisi perilaku, investor perlu memiliki pengaman agar tidak terjebak dalam bias psikologis. Hal ini dapat dilakukan dengan penggunaan daftar periksa (*checklist*) keputusan, penerapan aturan komitmen awal untuk rencana keluar sebelum memasuki posisi, serta peninjauan kinerja secara periodik dengan fokus pada metrik risiko seperti *sharpe ratio*, *maximum drawdown*, dan *hit ratio* daripada sekadar return nominal (Othman, 2024). Evaluasi dan adaptasi strategi terhadap perubahan rezim pasar juga menjadi keharusan sehingga strategi berbasis anomali dapat tetap relevan dan efektif.

#### 3.3.3 Implikasi pada Kebijakan Regulator

Temuan anomali memberikan peta kepentingan kebijakan bagi regulator. Tujuan utama adalah memperkecil distorsi harga yang diakibatkan oleh distribusi informasi yang tidak merata dan praktik pasar yang merugikan, sekaligus tetap menjaga likuiditas serta mendorong inovasi pasar. Salah satu langkah yang dapat diambil adalah memperkuat standar transparansi dan keterbukaan informasi, termasuk memperpendek tenggat pelaporan material, menstandarkan format disclosure agar lebih mudah diakses dan dianalisis, serta mendorong ketersediaan data pasar seperti *historical feed* dan indikator likuiditas untuk pelaku pasar maupun peneliti (Febrian & Nazar, 2024). Ketersediaan data berkualitas tinggi membantu mengurangi *information asymmetry* dan mempercepat penentuan harga yang wajar. Pengawasan pasar juga

perlu memanfaatkan teknologi. Sistem pemantauan berbasis algoritma dapat digunakan untuk mendeteksi pola perdagangan abnormal seperti *pump-and-dump*, *spoofing*, dan *layering*, serta memantau peredaran informasi di media sosial yang berpotensi memicu *herd behavior* (Su, 2023). Mekanisme respons cepat seperti *trading halt*, *circuit breakers*, dan investigasi terintegrasi antara bursa dan regulator harus dirancang secara proporsional agar mampu meredam lonjakan spekulatif tanpa menimbulkan kepanikan atau menghambat likuiditas (Al Janabi, 2024). Kebijakan juga perlu mempertimbangkan aspek short-selling, peran market maker, serta insentif bagi penyedia likuiditas untuk mengurangi kesenjangan harga.

Selain pengawasan, langkah preventif melalui literasi keuangan harus menjadi prioritas. Program edukasi yang bersifat praktis, seperti cara memverifikasi informasi, prinsip dasar manajemen risiko, dan pemahaman tentang efek biaya transaksi, akan lebih efektif dibanding sekadar imbauan umum (Sellina dkk., 2025). Regulator dapat bekerja sama dengan bursa, pelaku industri, dan akademisi untuk menyediakan modul pembelajaran yang mudah diakses dan terukur efektivitasnya. Kebijakan yang dirancang sebaiknya berbasis bukti dan dapat diuji melalui uji coba terbatas pada segmen pasar tertentu, kemudian dievaluasi untuk mengidentifikasi dampak yang tidak diinginkan. Kolaborasi lintas pemangku kepentingan dan keterbukaan data penelitian akan mempercepat terciptanya kebijakan yang responsif sekaligus hati-hati terhadap dinamika pasar.

#### 4. KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia tidak sepenuhnya beroperasi dalam kerangka hipotesis pasar efisien, di mana seluruh informasi seharusnya langsung tercermin pada harga saham. Sebaliknya, hasil analisis mengungkap keberadaan berbagai bentuk anomali yang secara konsisten memengaruhi pergerakan harga, baik dalam jangka pendek maupun panjang. Anomali kalender seperti *day of the week effect*, *January effect*, dan *Ramadan effect* menandakan adanya pola musiman yang dapat diprediksi, sementara anomali perilaku seperti *herd behavior*, *overreaction*, dan *loss aversion* menunjukkan peran dominan faktor psikologis serta pengaruh sosial dalam membentuk keputusan investasi. Selain itu, anomali fundamental dan teknis seperti *size effect*, *price to earnings effect*, *momentum effect*, dan *reversal effect* membuktikan bahwa faktor valuasi dan pola harga historis dapat menjadi pendorong return yang signifikan. Keseluruhan temuan ini menegaskan bahwa pasar modal Indonesia dipengaruhi oleh kombinasi faktor rasional dan irasional, sehingga analisis investasi memerlukan pendekatan yang holistik dan tidak semata mengandalkan asumsi efisiensi pasar. Bagi investor, pemahaman terhadap pola-pola anomali bukan sekadar menjadi pengetahuan tambahan, tetapi dapat diintegrasikan langsung ke dalam proses pengambilan keputusan investasi. Pengetahuan ini memungkinkan investor untuk mengidentifikasi momen optimal masuk dan keluar pasar, mengantisipasi potensi volatilitas yang tidak semata-mata dipicu oleh faktor fundamental, serta menyusun strategi diversifikasi yang mempertimbangkan dampak musiman dan perilaku pasar. Investor institusi dapat memanfaatkan temuan ini untuk mengembangkan model prediksi yang lebih komprehensif, sementara investor ritel dapat menggunakannya sebagai panduan sederhana untuk menghindari keputusan impulsif yang dipengaruhi sentimen sesaat. Di sisi lain, bagi regulator seperti Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia, temuan ini dapat menjadi dasar perumusan kebijakan yang tidak hanya fokus pada stabilitas pasar, tetapi juga memperhatikan aspek perilaku investor. Regulator dapat memperkuat literasi keuangan dengan pendekatan berbasis perilaku, meningkatkan akses publik terhadap informasi yang relevan dan terkini, serta mengoptimalkan sistem pengawasan yang mampu mendeteksi pola perdagangan abnormal sejak dini. Dengan demikian, baik investor maupun regulator memiliki pijakan yang lebih kuat untuk berinteraksi dalam ekosistem pasar modal yang sehat, transparan, dan berdaya saing tinggi. Secara keseluruhan, fenomena anomali pasar di Indonesia mencerminkan bahwa dinamika harga saham dipengaruhi oleh kombinasi faktor rasional dan irasional. Keberadaan anomali bukan hanya tantangan bagi teori pasar efisien, tetapi juga peluang untuk meningkatkan kualitas strategi investasi dan efektivitas regulasi. Dengan sinergi yang baik antara pelaku pasar dan regulator, pasar modal Indonesia dapat bergerak menuju ekosistem yang lebih efisien, stabil, dan mampu bersaing di tingkat global, sekaligus tetap peka terhadap realitas perilaku dan karakteristik unik yang dimilikinya. Namun demikian, penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Pertama, karena menggunakan pendekatan studi pustaka (*library research*), hasil analisis bergantung pada kelengkapan dan kualitas sumber literatur yang tersedia, sehingga tidak mencerminkan kondisi empiris secara langsung. Kedua, penelitian ini belum melakukan pengujian statistik terhadap hubungan antarvariabel anomali pasar, sehingga kesimpulan yang dihasilkan bersifat deskriptif dan konseptual. Ketiga, sebagian besar literatur yang dianalisis berfokus pada periode tertentu dan belum mencakup dinamika terbaru pasca-pandemi atau perubahan perilaku investor akibat perkembangan teknologi keuangan. Oleh karena itu, hasil penelitian ini lebih tepat digunakan sebagai dasar konseptual untuk penelitian lanjutan yang bersifat empiris dan kuantitatif. Untuk penelitian selanjutnya, disarankan agar dilakukan analisis empiris dengan data jangka panjang dan berfrekuensi tinggi guna mengidentifikasi dinamika anomali secara lebih detail, serta memperluas cakupan studi dengan memasukkan variabel makroekonomi, faktor teknologi, dan aspek sosial budaya yang dapat memengaruhi perilaku investor di pasar modal Indonesia.

#### REFERENCES

- Adib, N. (2024). The Impact of Turn-of-the-Year Effect and Month of Ramadan Effect on Abnormal Return During the Covid-19 Pandemic Era: A Comparison of Two Event Studies of Calendar Anomalies in the Indonesian Stock Market. *AZJAF*, 5(1), 113-122. <https://doi.org/10.51377/azjaf.vol5no1.184>

- Aggarwal, K., & Jha, M. K. (2023a). Day-of-The-Week Effect and Volatility in Stock Returns: Evidence From the Indian Stock Market. *Managerial Finance*, 49(9), 1438–1452. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2023-0010>
- Aggarwal, K., & Jha, M. K. (2023b). Stock returns seasonality in emerging asian markets. *Asia-Pacific Financial Markets*, 30(1), 109–130. <https://doi.org/10.1007/s10690-022-09370-y>
- Al Janabi, M. A. M. (2024). Crises to Opportunities: Derivatives Trading, Liquidity Management, and Risk Mitigation Strategies in Emerging Markets. Dalam *Liquidity Dynamics and Risk Modeling* (hlm. 169–256). Springer Nature Switzerland. [https://doi.org/10.1007/978-3-031-71503-7\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-031-71503-7_3)
- Alexandri, M. B., Dai, R. M., & Fauziyah, E. (2020). Analisis Return Saham dengan Pendekatan Monday Effect dan Weekend Effect Di Bursa Efek Indonesia. *AdBispreneur*, 5(2), 183–192. <https://doi.org/10.24198/adbispreneur.v5i2.28905>
- Aminarty, F., Amina, N., Indrijawati, A., & Ferdiansah, M. I. (2025). Interaksi Antara Perilaku Investor dan Tren Pasar Modal. *Advances in Management & Financial Reporting*, 3(3), 335–362. <https://doi.org/10.60079/amfr.v3i3.531>
- Bashir, I., & Mehta, S. K. (2025). Impact of heuristics driven biases and emotional biases on investment behavior: a study of retail investors. *Quality & Quantity*, 59(2), 487–503. <https://doi.org/10.1007/s11135-025-02270-z>
- BEI. (2025). *Ikhtisar dan Sejarah BEI*. PT Bursa Efek Indonesia. Diambil 10 Agustus 2025, dari <https://www.idx.co.id/id/tentang-bei/ikhtisar-dan-sejarah-bei>
- Cheema, M. A., Chiah, M., & Zhong, A. (2021). Resurrecting the size effect in Japan: Firm size, profitability shocks, and expected stock returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101641. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101641>
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2022). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches* (5th ed.). SAGE Publications, Inc.
- Febrian, M. H., & Nazar, J. (2024). Transparansi Dan Akuntabilitas Dalam Pasar Modal Melalui Analisis Hukum Perdata Kewajiban Pengungkapan Informasi. *Journal of Law and Nation (JOLN)*, 3(3), 525–544.
- Fleming, G., Liu, Z. (Frank), Merrett, D., & Ville, S. (2024). Are Investors Attentive Before a One-off Holiday? *Journal of Accounting Literature*, 54(2), 221–240. <https://doi.org/10.1108/JAL-08-2024-0219>
- Gavrilakis, N., & Floros, C. (2023). ESG performance, herding behavior and stock market returns: evidence from Europe. *Operational Research*, 23(1), 3. <https://doi.org/10.1007/s12351-023-00745-1>
- Gertsman, G. (2020). Selective Learning and Price Over- and Under-Reaction. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3701526>
- Ghallabi, F., Bougatef, K., & Mnari, O. (2024). Calendar anomalies and asymmetric volatility of returns in the Indonesian stock market: conventional vs Islamic indices. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1108/JIABR-08-2023-0282>
- Giri, G. R. P., Artika, I. N., Maisusanto, E., Rahayu, N. M. S., & Desmayani, N. M. M. R. (2025). Perilaku Investor Ritel dalam Pengambilan Keputusan Investasi di Indonesia: Kajian Literatur Terstruktur (SLR). *Jurnal Inovasi Global*, 3(6), 888–897. <https://doi.org/10.58344/jig.v3i6.354>
- Gupta, S., & Shrivastava, M. (2022). Herding and loss aversion in stock markets: mediating role of fear of missing out (FOMO) in retail investors. *International Journal of Emerging Markets*, 17(7), 1720–1737. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-08-2020-0933>
- He, F., Feng, Y., & Feng, L. (2023). Social media information dissemination and corporate bad news hoarding. *Accounting & Finance*, 63(S1), 1503–1532. <https://doi.org/10.1111/acfi.12959>
- Hisam, M. (2024). Menavigasi Volatilitas Pasar: Wawasan tentang Instrumen Keuangan dan Strategi Investasi. *CURRENCY: Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah*, 2(2), 315–328. <https://doi.org/10.32806/ccy.v2i2.248>
- Jamiliana, S. R. (2023). Pengaruh Earning Per Share, Price Earning Ratio, Price To Book Value, dan Return On Equity Terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi Inovatif*, 1(2), 111–122. <https://doi.org/10.59330/jai.v1i2.14>
- Kusmayadi, I., Suprayetno, D., Wardani, L., & Ahyar, M. (2023). Fenomena Overreaction dan Price Reversal di Indonesia. *Jurnal Sosial Ekonomi dan Humaniora*, 9(4), 427–436. <https://doi.org/10.29303/jseh.v9i4.419>
- Lazuarni, S., Ary, W. W., Wulandari, T., & Emilda. (2022). Apakah Investor Milenial Penyebab Terbentuknya Teknikal Anomali di Pasar Modal Indonesia? *MBIA: Manajemen Bisnis Indonesia dan Aplikasi*, 21(2), 125–139. <https://doi.org/10.33557/mbia.v21i2.1747>
- Lazzini, A., Lazzini, S., Balluchi, F., & Mazza, M. (2022). Emotions, moods and hyperreality: social media and the stock market during the first phase of COVID-19 pandemic. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35(1), 199–215. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2020-4786>
- Li, J. (2020). The Momentum and Reversal Effects of Investor Sentiment on Stock Prices. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101263. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101263>
- Liani, T., Br. Simbolon, L. R., Anwar, H. R., & br. Naibaho, E. A. I. (2024). Analisis Efisiensi Pasar Modal di Indonesia. *BISMA : Business and Management Journal*, 2(1), 1–10. <https://doi.org/10.59966/bisma.v2i1.680>
- Lubis, M. Y., Zuriati, Sari, C. K., Haryanti, Silalahi, A. D., Puspita, D. L., Fithri, F., Hairani, K., Ovami, D. C., Nasution, M. D., Sitompul, J. S. B., Faqih, T. H., Putri, N. F. A., & Janrosl, V. S. E. (2023). *Mengenal Produk Investasi Pasar Modal Indonesia* (1 ed.). LPPM UMN AW.
- Mahadi, M. (2021). *Fenomena Ramadan Effect Pada Volatilitas Return, Trade Volume, Dan Kinerja Return Di Pasar Modal: Bukti Empirik Dari Indonesia*. Undergraduate thesis, Universitas Islam Indonesia.
- Montesi, G., Papiro, G., Fazzini, M., & Ronga, A. (2020). Stochastic Optimization System for Bank Reverse Stress Testing. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(8), 174. <https://doi.org/10.3390/jrfm13080174>
- Nadjima, A. R., Andhiyo, I. G. B., & Putra, A. E. (2024). Analisis Saham di Pasar Modal Indonesia: Kinerja, Tantangan, dan Prospek Masa Depan. *Media Hukum Indonesia (MHI)*, 2(3), 369–378. <https://doi.org/10.5281/zenodo.12188442>
- Othman, N. N. (2024). Emotional Economics: The Role of Psychological Biases in Personal Investment Outcomes. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4844927>
- Rohuma, H. (2023). Value Stocks versus Growth Stocks: An Examination of Bursa Malaysia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 13(4), 143–151. <https://doi.org/10.32479/ijefi.14649>
- Rowley, J., & Slack, F. (2021). Conducting a literature review. *Management Research Review*, 44(5), 748–766. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2020-0610>



- Sellina, S., Supriyanti, Zed, E. Z., & Karyono. (2025). Pelatihan Strategi Pengelolaan Risiko Keuangan Pribadi dengan Pendekatan Behavioral finance bagi Mahasiswadi Karawang. *SABAJAYA: Jurnal Pengabdian kepada Masyarakat*, 3(1), 39–48.
- Stefanescu, R., & Dumitriu, R. (2023). The Extended January Effect on United States Capital Market. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4373536>
- Su, J. (2023). Redirecting the Herd: Informing Cryptocurrency Regulations Through the Lens of Behavioral Science. *UC Law Science and Technology Journal*, 14(1), 123–148. [https://repository.uclawsf.edu/hastings\\_science\\_technology\\_law\\_journal/vol14/iss1/5](https://repository.uclawsf.edu/hastings_science_technology_law_journal/vol14/iss1/5)
- Suprayetno, D., Kusmayadi, I., Nururly, S., & Singandaru, A. B. (2023). Monday Effect, Week-four Effect dan January Effect pada Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Sosial Ekonomika dan Humaniora*, 9(4), 474–485. <https://doi.org/10.29303/jseh.v9i4.440>
- Switzer, L. N., El Meslmani, N., & Zhai, X. (2022). IPO performance and the size effect: Evidence for the US and Canada. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101744. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101744>
- Tanady, M., & Sukamulja, S. (2020). Market Overreaction pada Bursa Efek Indonesia dengan Size Effect Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan*, 9(3), 206. <https://doi.org/10.26418/jebik.v9i3.40833>
- Tsuchiya, Y. (2021). Crises, market shocks, and herding behavior in stock price forecasts. *Empirical Economics*, 61(2), 919–945. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01894-4>
- Turlinda, A., & Hasnawati, H. (2021). Capital Asset Pricing Model (Capm) Dan Accumulated/Distribution Line Untuk Penentuan Kelompok Saham-Saham Efisien. *Jurnal Pajak dan Keuangan Negara (PKN)*, 2(2), 71–86. <https://doi.org/10.31092/jpkn.v2i2.1182>
- Winnie, L., & Yulfiswandi. (2022). Macroeconomics and the LQ45 Index: Is the COVID-19 pandemic making a difference? *Jurnal Manajemen Strategi dan Aplikasi Bisnis*, 5(2), 217–230. <https://doi.org/10.36407/jmsab.v5i2.612>
- Woo, K.-Y., Mai, C., McAleer, M., & Wong, W.-K. (2020). Review on Efficiency and Anomalies in Stock Markets. *Economies*, 8(1), 20. <https://doi.org/10.3390/economies8010020>
- Yadav, J., Misra, M., & Singh, K. (2022). Sensitizing Netizen’s behavior through influencer intervention enabled by crowdsourcing – a case of reddit. *Behaviour & Information Technology*, 41(6), 1286–1297. <https://doi.org/10.1080/0144929X.2021.1872705>
- Zhang, Z. (2023). Certainty Equivalent, Risk Premium and Asset Pricing. Dalam *Fundamental Problems and Solutions in Finance* (hlm. 151–192). Springer. [https://doi.org/10.1007/978-981-19-8269-9\\_7](https://doi.org/10.1007/978-981-19-8269-9_7)