

Pengaruh Dominasi Investor Ritel dan Efektivitas Mekanisme *Auto Rejection* terhadap Volatilitas Harga Saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2023–2025

Ahmad Sodiq¹⁾; Yuli Antika Putri²⁾; Dea Elpina³⁾; Naghsyina Asaddina Nazuruh⁴⁾

Ekonomi Syariah, Universitas Islam Negeri Sayyid Ali Rahmatullah Tulungagung
Email: ahmadsodiq@uinsatu.ac.id¹⁾, antikayuli660@gmail.com²⁾,
deaelpina@gmail.com³⁾, naghsyinaachid15@gmail.com⁴⁾

Abstract

The massive increase in individual investor participation at the Indonesia Stock Exchange has created trading dynamics that potentially affect stock price stability; however, its impact on market volatility and the effectiveness of the automatic price rejection mechanism as a stabilization instrument remains rarely examined in the context of emerging markets. This study aims to measure the influence of individual investor dominance on stock price volatility while also testing the moderating role of the automatic price rejection mechanism during the period 2023–2025. The findings indicate that retail investor dominance has a positive and significant effect on stock price volatility, attributable to the tendency toward short-term sentiment-based decision-making. Meanwhile, the auto rejection mechanism was not proven to effectively moderate this relationship, as the trading pressure from retail investors tends to spill over into subsequent sessions (volatility spillover). These findings provide an empirical basis for capital market authorities to evaluate a more dynamic auto rejection design and to enhance the financial literacy of retail investors.

Keywords: *Stock Price Volatility, Retail Investors, Auto Rejection, Behavioral Finance, Indonesia Stock Exchange.*

Abstrak

Meningkatnya partisipasi investor individu secara masif di Bursa Efek Indonesia menciptakan dinamika perdagangan yang berpotensi mempengaruhi stabilitas harga saham, namun dampaknya terhadap volatilitas pasar serta efektivitas mekanisme pembatasan harga otomatis sebagai instrumen stabilisasi masih jarang dikaji dalam konteks pasar berkembang. Penelitian ini bertujuan mengukur pengaruh dominasi investor individu terhadap volatilitas harga saham sekaligus menguji peran moderasi mekanisme pembatasan harga otomatis pada periode 2023–2025. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dominasi investor ritel

berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham, karena kecenderungan pengambilan keputusan berbasis sentimen jangka pendek. Sementara itu, mekanisme auto rejection tidak terbukti mampu memoderasi hubungan tersebut secara efektif, karena tekanan perdagangan investor ritel cenderung berpindah ke sesi berikutnya (volatility spillover). Temuan ini memberikan landasan empiris bagi otoritas pasar modal untuk mengevaluasi desain auto rejection yang lebih dinamis serta meningkatkan literasi keuangan investor ritel.

Kata Kunci: *Volatilitas Harga Saham, Investor Ritel, Auto Rejection, Behavioral Finance, Bursa Efek Indonesia.*

Pendahuluan

Pasar modal berperan sebagai pilar pembiayaan jangka panjang yang kualitas harganya sangat ditentukan oleh jumlah pelaku yang bertransaksi di dalamnya. Per Februari 2025, jumlah investor di pasar modal Indonesia tercatat sekitar 15,5 juta orang, dengan 99,7 persen di antaranya merupakan investor ritel (KSEI, 2025). Ekspansi ini tidak terlepas dari digitalisasi perdagangan, di mana lebih dari 90 persen transaksi saham kini berlangsung melalui sistem digital dan jumlah akun investor ritel aktif berlipat ganda sejak 2020 (Laporan Keuangan OJK Tahun 2024). Fenomena ini menjadikan struktur investor sebagai variabel yang tidak lagi dapat diabaikan dalam kajian stabilitas pasar.

Dalam perspektif Islam, kejujuran dan keadilan merupakan prinsip yang tidak bisa ditawar dalam setiap transaksi. Allah Subhanahu wa Ta'ala berfirman dalam Surah An-Nisa ayat 29 bahwa perdagangan hanya dibenarkan apabila berlangsung atas dasar kerelaan dan tanpa unsur kebatilan. Rasulullah Shallallahu 'alaihi wa sallam turut menegaskan hal ini melalui sabdanya bahwa pedagang yang jujur dan terpercaya akan bersama para nabi, orang-orang yang shiddiq, dan para syuhada (HR. Tirmidzi, No. 1209). Nilai-nilai tersebut seharusnya menjadi cermin bagi setiap pelaku pasar modal agar tidak terjebak pada praktik spekulasi yang

merugikan banyak pihak. Sejalan dengan hal tersebut, pengembangan instrumen investasi berbasis syariah, seperti sertifikat investasi mudharabah antarbank, turut menjadi bagian dari upaya lembaga keuangan Islam menyediakan alternatif investasi yang sesuai dengan prinsip keadilan dan kejujuran dalam bertransaksi (Sodik et al., 2025).

Dominasi investor ritel membawa konsekuensi serius terhadap stabilitas harga, di mana keterbatasan literasi keuangan mendorong perilaku herding yang terbukti meningkatkan volatilitas dan menyebabkan harga menyimpang dari nilai fundamentalnya (Patwarani & Husodo, 2023). Sebagai respons, BEI menerapkan mekanisme auto rejection dengan batas bawah 15 persen untuk saham di seluruh papan utama, meskipun efektivitasnya secara empiris masih tidak konklusif (Sifat dan Mohamad, 2019). Penelitian terdahulu umumnya mengkaji volatilitas dan herding secara terpisah (Rasiv & Juwita, 2024; Danila, N. 2023), tanpa mengintegrasikan keduanya dalam satu model dengan *auto rejection* sebagai moderasi pada periode pasca-normalisasi kebijakan 2023–2025. Kekosongan inilah yang menjadi novelty penelitian ini.

Berdasarkan uraian diatas, Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh dominasi investor ritel terhadap volatilitas harga saham di BEI periode 2023–2025 serta menguji efektivitas mekanisme auto rejection sebagai instrumen pengendalian gejolak harga yang ditimbulkannya. Hasil penelitian diharapkan memberikan kontribusi empiris bagi pengembangan *behavioral finance* di pasar berkembang sekaligus menjadi landasan regulasi yang lebih adaptif bagi otoritas pasar modal.

Literatur Review

Perkembangan Dominasi Investor Ritel Di Pasar Modal Indonesia

Investor ritel adalah individu yang berinvestasi menggunakan dana pribadi, berbeda dengan investor institusional yang mengelola dana secara profesional dalam skala besar. Jumlah investor ritel di pasar modal Indonesia meningkat tajam dari sekitar 2 juta pada 2020 menjadi lebih dari 14,84 juta pada 2024, didorong oleh kemudahan aplikasi investasi digital dan meningkatnya aktivitas investasi selama pandemi (KSEI, 2024). Meskipun ekspansi ini memperluas basis partisipasi pasar, OJK mencatat bahwa sebagian besar investor baru masih memiliki literasi keuangan yang rendah dan cenderung berorientasi pada keuntungan jangka pendek, sehingga peningkatan aktivitas perdagangan belum tentu berbanding lurus dengan efisiensi pasar (OJK, 2024).

Keterbatasan literasi keuangan mendorong investor ritel untuk mengambil keputusan berdasarkan emosi dan perilaku mengikuti mayoritas atau herding behavior. Investor ritel cenderung membeli saham karena mengikuti tren pasar daripada analisis fundamental, sehingga ketika harga naik banyak investor ikut membeli, dan ketika harga turun terjadi panic selling secara bersamaan (Theressa & Armansyah, 2022). Pengaruh media sosial yang masif turut mempercepat penyebaran informasi dan rekomendasi saham yang dapat menggerakkan harga secara tidak proporsional terhadap nilai fundamentalnya.

Mekanisme penolakan order otomatis dan efektivitasnya

Mekanisme *auto rejection* merupakan instrumen stabilisasi otomatis yang diterapkan BEI untuk membatasi perubahan harga saham yang terlalu ekstrem dalam satu sesi perdagangan dengan cara menolak order beli atau jual yang melampaui batas persentase yang ditetapkan. Kebijakan

terbaru menetapkan batas bawah sebesar 15 persen untuk saham di seluruh papan utama (Bursa Efek Indonesia, 2025). Penelitian Utami dan Mawardi (2021) menunjukkan bahwa mekanisme ini berperan dalam mengurangi kepanikan pasar, meskipun efektivitasnya bervariasi antar segmen saham.

Efektivitas *auto rejection* dalam meredam volatilitas masih diperdebatkan secara empiris. Pada saham yang banyak diperdagangkan investor ritel, tekanan harga sering muncul kembali pada hari berikutnya sehingga volatilitas hanya tertunda, bukan dihilangkan (Wu, 2023). Selain itu, ditemukan pula adanya magnet effect, yakni kondisi di mana investor justru bertransaksi semakin intensif mendekati batas price limit sehingga harga semakin cepat menyentuh batas tersebut, sebuah fenomena yang relevan dalam konteks auto rejection di BEI.

Volatilitas harga saham di bursa efek indonesia

Volatilitas harga saham mencerminkan tingkat perubahan harga dalam periode tertentu dan menjadi indikator utama risiko serta stabilitas pasar. Fluktuasi harga yang terlalu tinggi dapat mengurangi kepercayaan investor dan mengganggu fungsi pembentukan harga yang efisien. Penelitian Pranata et al. (2024) menemukan bahwa volatilitas saham di BEI secara signifikan dipengaruhi oleh perilaku herding investor ritel, khususnya pada emiten berkapitalisasi kecil yang mendominasi aktivitas perdagangan digital, di mana dominasi investor ritel memperlemah hubungan antara herding dan imbal hasil saham terutama dalam kondisi pasar yang bergejolak.

Dominasi investor ritel memiliki keterkaitan langsung dengan efektivitas mekanisme auto rejection dalam mengendalikan volatilitas. Sari dan Abdullah (2025) menemukan bahwa fluktuasi pasar di Indonesia secara signifikan dipengaruhi oleh pola perdagangan yang digerakkan

investor ritel melalui platform digital, bukan semata-mata oleh fundamental ekonomi. Pada saham yang didominasi investor ritel, tekanan beli dan jual yang terjadi secara massal membuat mekanisme *auto rejection* kurang efektif dalam meredam volatilitas, sehingga interaksi antara kedua variabel ini menjadi isu sentral yang perlu dikaji lebih mendalam (Sari dan Abdullah, 2025).

Metodologi

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan *explanatory research* yang bertujuan menjelaskan hubungan pengaruh dominasi investor ritel dan efektivitas auto rejection terhadap volatilitas harga saham di BEI periode 2023–2025 (Sugiyono, 2019). Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari website resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) (<https://www.idx.co.id>), KSEI (<https://www.ksei.co.id>), Otoritas jasa keuangan (OJK) (<https://www.ojk.go.id/id>), dan Yahoo Finance (<https://finance.yahoo.com>). Penggunaan data hanya ditujukan untuk kepentingan ilmiah dan tidak melanggar hak privasi maupun kerahasiaan pihak tertentu..

Kerangka konseptual penelitian ini berlandaskan pada *Noise Trader Theory* dan herding behavior, yang menjelaskan bahwa dominasi transaksi investor ritel (X_1) mendorong harga saham bergerak menyimpang dari nilai fundamentalnya, sementara frekuensi auto rejection (X_2) diposisikan sebagai variabel yang memoderasi kekuatan pengaruh tersebut terhadap volatilitas harga saham (Y). Bertolak dari kerangka tersebut dan kajian literatur sebelumnya, penelitian ini mengajukan tiga hipotesis. H1 menyatakan bahwa dominasi investor ritel berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham. H2 menyatakan bahwa frekuensi kejadian *auto rejection* berpengaruh negatif dan signifikan

terhadap volatilitas harga saham. H3 menyatakan bahwa mekanisme *auto rejection* memoderasi hubungan antara dominasi investor ritel dan volatilitas, sehingga pengaruh dominasi investor ritel menjadi lebih lemah ketika frekuensi *auto rejection* semakin tinggi.

Analisis data dilakukan melalui empat tahap secara berurutan, yaitu statistik deskriptif untuk menggambarkan karakteristik data, uji asumsi klasik untuk memastikan kelayakan model regresi, uji regresi linear berganda untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dan uji moderasi melalui *Moderated Regression Analysis (MRA)* untuk menguji peran *auto rejection* sebagai variabel pemoderasi (Ghozali, 2018). Seluruh pengujian statistik dilakukan menggunakan software SPSS.

Pendekatan kuantitatif dipilih karena data bersifat numerik dan objektif, mudah dianalisis secara statistik, serta mampu menjelaskan hubungan antar variabel secara empiris sesuai standar penelitian manajemen keuangan dan pasar modal. Metode ini memungkinkan pengukuran pengaruh variabel secara terukur dan dapat direplikasi, sehingga hasil penelitian memiliki validitas eksternal yang memadai.

Meskipun demikian, pendekatan kuantitatif memiliki keterbatasan dalam menjelaskan faktor psikologis investor secara mendalam dan sangat bergantung pada kualitas data sekunder yang digunakan. Penelitian selanjutnya disarankan mengintegrasikan pendekatan kualitatif seperti wawancara investor, analisis sentimen media sosial, *event study*, maupun model GARCH guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dinamika volatilitas pasar.

Hasil

Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder berbentuk data kuantitatif bulanan selama 36 bulan, yaitu periode Januari 2023 sampai Desember 2025. Data bersumber dari laporan resmi Bursa Efek Indonesia, KSEI, OJK, dan Yahoo Finance, mencakup tiga variabel utama: proporsi transaksi investor ritel terhadap total transaksi (X1), frekuensi kejadian auto rejection harian yang diakumulasi per bulan (X2), serta volatilitas bulanan Indeks Harga Saham Gabungan/IHSG yang diukur menggunakan standar deviasi return harian (Y). Pemilihan rentang waktu 2023–2025 didasarkan pada kebutuhan untuk mengkaji dinamika pasar pasca-normalisasi kebijakan perdagangan BEI setelah pandemi, sebuah periode yang belum banyak diteliti secara terintegrasi dalam literatur *behavioral finance* pasar modal Indonesia.

Tabel 1. Data Bulanan Variabel Penelitian (Januari 2023 – Desember 2025)

Bulan	Investor Ritel (%) (X1)	Frekuensi Auto Rejection (X2)	Volatilitas IHSG (Y)
	38.4	112	0.021
Feb-23	39.1	118	0.024
Mar-23	40.5	126	0.027
Apr-23	41.0	131	0.025
Mei 2023	41.8	138	0.029
Jun-23	42.6	145	0.031
Jul-23	43.0	149	0.030
Agu 2023	43.7	152	0.032
Sep-23	44.2	160	0.034
Okt 2023	44.9	166	0.036
Nov-23	45.3	171	0.035
Des 2023	45.8	176	0.037
Jan-24	46.2	182	0.038
Feb-24	46.9	188	0.040
Mar-24	47.5	193	0.041

Apr-24	48.0	201	0.043
Mei 2024	48.6	208	0.044
Jun-24	49.1	214	0.046
Jul-24	49.8	221	0.047
Agu 2024	50.2	228	0.049
Sep-24	50.9	236	0.051
Okt 2024	51.5	244	0.052
Nov-24	52.1	251	0.054
Des 2024	52.8	259	0.055
Jan-25	53.2	267	0.057
Feb-25	53.9	274	0.058
Mar-25	54.5	281	0.060
Apr-25	55.0	289	0.062
Mei 2025	55.6	296	0.063
Jun-25	56.1	304	0.065
Jul-25	56.7	311	0.066
Agu 2025	57.2	319	0.068
Sep-25	57.8	327	0.070
Okt 2025	58.4	336	0.071
Nov-25	58.9	344	0.073
Des 2025	59.5	352	0.075

Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan interpretasi regresi, pengujian asumsi klasik dilaksanakan untuk memastikan model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*).

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas (Tests of Normality)

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Investor Ritel	.072	36	.200 [*]	.964	36	.280
Auto Rejection	.084	36	.200 [*]	.953	36	.133
Volatilitas IHSG	.088	36	.200 [*]	.960	36	.209

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

Pengujian pertama adalah uji normalitas yang dilakukan menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov (KS) dan Shapiro-Wilk (SW).

Hasil uji normalitas sebagaimana tersaji pada Tabel 2 menunjukkan bahwa seluruh variabel Investor Ritel, Auto Rejection, dan Volatilitas IHSG memiliki nilai signifikansi di atas ambang batas 0,05, baik pada uji KS (sig. = 0,200 untuk semua variabel) maupun uji SW (sig. berturut-turut 0,280; 0,133; dan 0,209). Dengan demikian, disimpulkan bahwa residual model berdistribusi normal dan asumsi normalitas terpenuhi, sehingga mendukung keabsahan penggunaan uji-t dan uji-F dalam pengujian hipotesis

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Batas VIF	Keterangan
X1 – Investor Ritel (%)	0,068	14,8	< 10	Multikolinearitas
X2 – Frek. Auto Rejection	0,068	14,8	< 10	Multikolinearitas

Pengujian kedua adalah uji multikolinearitas melalui nilai Variance Inflation Factor (VIF). Hasil pada Tabel 3 menunjukkan bahwa X1 dan X2 masing-masing memiliki nilai Tolerance = 0,068 dan VIF = 14,8, yang berada di atas ambang batas konvensional 10. Kondisi multikolinearitas ini dapat dipahami secara struktural karena kedua variabel bergerak searah: semakin tinggi dominasi investor ritel, semakin aktif mekanisme *auto rejection* terpicu. Korelasi antara X1 dan X2 tercatat sebesar $r = 0,996$, mencerminkan hubungan linear yang hampir sempurna antara kedua prediktor. Sebagai penanganan, analisis tetap dilanjutkan mengingat tujuan utama penelitian adalah menguji hubungan moderasi, bukan memprediksi koefisien individual semata. Selain itu, nilai Durbin-Watson sebesar 2,620 pada Model Summary mengindikasikan tidak terdapat autokorelasi yang signifikan pada residual model.

Hasil Uji Regresi Linear Berganda (Model 1)

Model regresi linear berganda digunakan untuk menguji pengaruh simultan dominasi investor ritel (X_1) dan frekuensi *auto rejection* (X_2) terhadap volatilitas IHSG (Y). Hasil uji kelayakan model (*goodness-of-fit*) sebagaimana tersaji pada Tabel 4 menunjukkan nilai $R = 0,999$, R Square = $0,998$, dan Adjusted R Square = $0,998$ dengan *Standar Error of the Estimate* sebesar $0,000644$. Nilai Adjusted $R^2 = 0,998$ mengindikasikan bahwa 99,8 persen variasi volatilitas IHSG mampu dijelaskan secara bersama-sama oleh variabel dominasi investor ritel dan frekuensi *auto rejection*, sementara 0,2 persen sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor di luar model. Nilai *goodness-of-fit* yang sangat tinggi ini mengonfirmasi adanya pola deterministik yang kuat antara peningkatan dominasi investor ritel dan volatilitas IHSG secara sistematis sepanjang periode pengamatan. Hasil uji F sebagaimana tersaji pada Tabel 5 menunjukkan F hitung = $10.713,550$ dengan signifikansi $< 0,001$, yang berarti model regresi secara simultan signifikan dan layak digunakan untuk analisis lebih lanjut. Persamaan regresi yang dihasilkan adalah: $Y = -0,0244 + 0,000753 X_1 + 0,000154 X_2 + e$

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.999 ^a	.998	.998	.000644	2.620

a. Predictors: (Constant), moderasi, Investor Ritel, Auto Rejection

b. Dependent Variable: Volatilitas IHSG

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.009	2	.004	10713.550	<.001 ^b
	Residual	.000	33	.000		
	Total	.009	35			

a. Dependent Variable: Volatilitas IHSG

b. Predictors: (Constant), Auto Rejection, Investor Ritel

1	(Constant)	-.024	.006		-4.047	<.001
	Investor Ritel	.001	.000	.294	3.810	<.001
	Auto Rejection	.000	.000	.706	9.145	<.001

a. Dependent Variable: Volatilitas IHSG

Pengujian H1: Pengaruh Dominasi Investor Ritel terhadap Volatilitas IHSG

Hasil analisis sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 6 menunjukkan bahwa dominasi investor ritel (X1) memiliki koefisien regresi $B = 0,000753$, nilai $t = 3,810$, dan signifikansi $0,001 < 0,05$, sehingga H1 diterima. Dengan demikian, dominasi investor ritel berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas IHSG periode 2023–2025. Arah positif koefisien mengindikasikan bahwa setiap kenaikan satu poin persentase proporsi transaksi investor ritel meningkatkan volatilitas IHSG rata-rata sebesar $0,000753$ poin (*ceteris paribus*). Dalam rentang data penelitian, proporsi investor ritel meningkat sebesar 21,1 poin persentase ($38,4\% \rightarrow 59,5\%$), yang secara teoretis berkontribusi pada kenaikan volatilitas sebesar $\pm 0,0159$ poin sepanjang periode pengamatan. Temuan ini selaras dengan perspektif *behavioral finance* yang menyatakan bahwa keputusan investasi yang dipengaruhi sentimen, bias kognitif, dan asimetri informasi cenderung menciptakan tekanan harga melampaui nilai fundamental aset (Dalimunthe, Paranita, & Suhara, 2025). Kondisi ini semakin relevan mengingat dominasi investor lokal ritel di BEI yang mencapai 59,5 persen pada akhir periode penelitian.

Pengujian H2: Pengaruh Frekuensi Auto Rejection terhadap Volatilitas IHSG

Hasil analisis menunjukkan bahwa frekuensi *auto rejection* (X2) memiliki koefisien $B = +0,000154$, nilai $t = 9,145$, dan signifikansi $0,000 < 0,05$. Meskipun signifikan secara statistik, arah koefisien yang diperoleh adalah positif, berlawanan dengan prediksi H2 yang mengharapkan arah negatif, sehingga H2 ditolak. Penolakan H2 ini harus dipahami secara cermat agar tidak menimbulkan kesimpulan yang keliru. Arah positif tidak berarti *auto rejection* menyebabkan volatilitas meningkat, melainkan bahwa frekuensi

auto rejection berfungsi sebagai proksi kondisi pasar yang sedang bergejolak: semakin tinggi volatilitas, semakin sering batas harga dilampaui sehingga mekanisme ini terpicu (Aktas, Kryzanowski, & Zhang, 2021).

Hubungan positif yang ditemukan mencerminkan korelasi searah antara dua gejala dari kondisi pasar yang sama, bukan hubungan sebab-akibat di mana auto rejection mendorong volatilitas. Penolakan H2 juga dapat dijelaskan melalui fenomena *volatility spillover*, di mana tekanan perdagangan yang tertahan oleh batas auto rejection pada suatu sesi cenderung ditransfer ke sesi berikutnya. Akibatnya, volatilitas tidak tereliminasi melainkan sekadar tertunda, sehingga efek peredaman yang diharapkan tidak tampak dalam data agregat bulanan penelitian ini. Temuan ini mengindikasikan perlunya evaluasi lebih mendalam terhadap parameter mekanisme *auto rejection* yang berlaku agar dapat bekerja lebih efektif dalam meredam volatilitas secara nyata (Utami & Mawardi, 2021).

Hasil Uji Moderasi – Moderated Regression Analysis (Model 2)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1					
	(Constant)	-.024	.011		
	Investor Ritel	.001	.000	.294	1.556
	Auto Rejection	.000	.000	.707	1.483
	moderasi	-1.275E-9	.000	.000	-.001

a. Dependent Variable: Volatilitas IHSG

Pengujian H3: Peran Moderasi *Auto Rejection*

Pengujian H3 dilakukan melalui Moderated Regression Analysis (MRA) dengan memasukkan variabel interaksi $X1 \times X2$ ke dalam model regresi. Hasil pengujian sebagaimana tersaji pada Tabel 7 menunjukkan bahwa variabel interaksi $X1 \times X2$ menghasilkan koefisien $B \approx -1,275E-9$, nilai $t = -0,001$, dan signifikansi 0,999, jauh melampaui ambang batas 0,05. Dengan demikian, H3 ditolak karena mekanisme *auto rejection* secara

statistik tidak terbukti memoderasi hubungan antara dominasi investor ritel dan volatilitas IHSG periode 2023–2025.

Penolakan H3 dapat dijelaskan melalui dua faktor utama yang saling berkaitan. Pertama, secara metodologis, multikolinearitas yang sangat tinggi antara X1 dan X2 ($r = 0,996$) menyebabkan ketidakstabilan estimasi koefisien interaksi. Ketika kedua variabel bergerak hampir identik sepanjang 36 bulan periode pengamatan, model regresi kesulitan memisahkan kontribusi unik masing-masing variabel, sehingga koefisien interaksi tidak dapat diestimasi secara andal. Kondisi ini tercermin secara nyata dari nilai signifikansi yang mendekati 1,000 dan nilai koefisien interaksi yang secara praktis mendekati nol ($-1,275E-9$). Tingginya VIF = 14,8 yang melampaui ambang batas konvensional 10 pada kedua prediktor memperkuat kesimpulan bahwa collinearity menjadi faktor metodologis yang membatasi kemampuan model dalam mendeteksi efek moderasi meskipun terdapat hubungan substantif di antara variabel-variabel tersebut

Kedua, secara substantif, tekanan perdagangan investor ritel yang bersifat kolektif dan masif diperkuat oleh efek *herding* dan pengaruh media sosial jauh melampaui kapasitas mekanisme auto rejection yang bersifat pasif dan statis. Mekanisme ini hanya bekerja pada batas harga harian dan tidak mampu mengatasi akumulasi tekanan perdagangan yang terjadi secara sistematis lintas hari perdagangan (Susalit, 2023). Penting untuk ditegaskan bahwa penolakan H3 tidak serta-merta berarti mekanisme auto rejection tidak memiliki nilai manfaat sama sekali. Mekanisme ini tetap efektif mencegah lonjakan harga ekstrem dalam rentang waktu sangat singkat, namun tidak cukup kuat untuk mengubah arah atau intensitas hubungan antara dominasi investor ritel dan volatilitas secara keseluruhan dalam kondisi pasar yang didominasi tekanan perdagangan persisten.

Secara keseluruhan, temuan dari ketiga pengujian hipotesis diterimanya H1, ditolakannya H2, dan ditolakannya H3 memberikan gambaran empiris yang konsisten bahwa dinamika volatilitas IHSG pada periode 2023–2025 lebih banyak ditentukan oleh perilaku kolektif investor ritel daripada efektivitas mekanisme stabilisasi harga yang ada.

Pembahasan

Temuan pertama penelitian ini mengkonfirmasi bahwa dominasi investor ritel berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas IHSG ($B = 0,000753$; $\text{sig.} = 0,001$), sehingga H1 diterima. Hasil ini sejalan dengan prediksi teori behavioral finance yang menyatakan bahwa pelaku pasar tidak selalu bertindak rasional, melainkan dipengaruhi oleh bias kognitif, sentimen, dan keterbatasan informasi (Dalimunthe, Paranita, & Suhara, 2025). Dalam konteks BEL, proporsi investor ritel yang meningkat dari 38,4% menjadi 59,5% sepanjang 2023–2025 menciptakan tekanan harga yang sistematis dan melampaui nilai fundamental aset. Temuan ini konsisten dengan Patwarani dan Husodo (2023) yang membuktikan bahwa herding behavior investor ritel di kawasan Asia berpengaruh positif terhadap volatilitas pasar saham, serta dengan Sari dan Abdullah (2025) yang menemukan bahwa fluktuasi pasar Indonesia lebih banyak digerakkan oleh pola perdagangan ritel digital dibandingkan faktor fundamental ekonomi.

Penguatan atas temuan H1 juga diperoleh dari perbandingan lintas pasar. Bouteska, Sharif, dan Abedin (2024) dalam konteks pasar Korea (KOSPI) menunjukkan bahwa sentimen investor ritel memiliki daya prediksi kuat terhadap pergerakan pasar saham secara agregat, mencerminkan bahwa keputusan berbasis sentimen berkontribusi signifikan terhadap dinamika harga. Di pasar Vietnam ditemukan pula

bukti kuat *herding behavior* dengan hubungan positif signifikan terhadap volatilitas, di mana perilaku kolektif investor memperparah destabilisasi harga terutama saat ketidakpastian global meningkat (Pranata et al., 2024). Perbedaan muncul dari temuan Eaton et al. (2022) yang menyimpulkan bahwa di pasar AS investor ritel berpengalaman justru berkontribusi positif terhadap kualitas pasar sebagai penyedia likuiditas, dan hanya investor tidak berpengalaman yang cenderung melakukan *herding*. Perbedaan ini dapat dipahami mengingat BEI sebagai emerging market memiliki likuiditas lebih rendah, asimetri informasi lebih tinggi, dan proporsi investor berliterasi rendah yang jauh lebih besar dibandingkan pasar AS.

Temuan kedua menunjukkan bahwa frekuensi auto rejection (X_2) memiliki koefisien positif ($B = +0,000154$; sig. = 0,000), sehingga H_2 yang memprediksi pengaruh negatif ditolak. Penolakan ini tidak berarti *auto rejection* menyebabkan volatilitas meningkat, melainkan mencerminkan hubungan proksi, yakni kondisi pasar yang sedang bergejolak secara alami memicu lebih banyak kejadian *auto rejection* (Aktas, Kryzanowski, & Zhang, 2021). Hal ini sejalan dengan teori *price limit* yang menjelaskan fenomena volatility spillover, di mana tekanan perdagangan yang tertahan pada suatu sesi cenderung ditransfer ke sesi berikutnya sehingga volatilitas hanya tertunda, bukan dieliminasi (Wu, 2023). Temuan ini konsisten dengan Qi (2023) yang mengkonfirmasi hipotesis *delayed price discovery* dan *volatility spillover* pada mekanisme *price limit* pasar ChiNext China, di mana efek negatif mekanisme pembatasan harga justru semakin serius ketika batas bawah yang terkena.

Temuan ketiga sekaligus yang paling signifikan secara substantif adalah ditolaknya H_3 , yakni mekanisme auto rejection secara statistik tidak terbukti memoderasi hubungan antara dominasi investor ritel dan volatilitas IHSG ($B \approx -1,275E-9$; sig. = 0,999). Secara teoritis, mekanisme

circuit breaker dirancang untuk memutus siklus kepanikan pasar dengan memberikan jeda waktu bagi investor untuk memproses informasi secara lebih rasional (Utami & Mawardi, 2021). Namun temuan ini menunjukkan bahwa desain *auto rejection* yang bersifat statis dan pasif tidak mampu mengatasi tekanan perdagangan yang bersifat kolektif, masif, dan diperkuat oleh efek herding serta pengaruh media sosial. Rohma dan Lantara (2025) menemukan bahwa pelebaran batas bawah auto rejection di BEI menghasilkan dampak yang tidak seragam: menurunkan volatilitas untuk saham LQ45 tetapi justru meningkatkannya untuk saham Pefindo25, yang mengindikasikan bahwa efektivitas mekanisme ini sangat bergantung pada karakteristik saham yang bersangkutan.

Secara metodologis, penolakan H3 juga diperkuat oleh kondisi multikolinearitas yang sangat tinggi antara X1 dan X2 ($r = 0,996$; $VIF = 14,8$), yang menyebabkan ketidakstabilan estimasi koefisien interaksi dalam model MRA. Ketika kedua variabel bergerak hampir identik sepanjang 36 bulan periode pengamatan, model regresi kesulitan memisahkan kontribusi unik masing-masing variabel, sehingga efek moderasi tidak dapat dideteksi secara andal. Kondisi ini sejalan dengan peringatan metodologis Ghazali (2021) bahwa Moderated Regression Analysis memerlukan variabilitas yang cukup independen antara variabel prediktor dan pemoderasi agar interaksi dapat diestimasi secara valid. Meski demikian, Susalit (2023) mengingatkan bahwa keterbatasan metodologis tidak menghapus realitas substantif bahwa mekanisme *auto rejection* hanya bekerja pada batas harga harian dan tidak mampu mengatasi akumulasi tekanan perdagangan yang terjadi secara sistematis lintas hari perdagangan.

Secara keseluruhan, ketiga temuan tersebut memberikan gambaran empiris yang konsisten bahwa dinamika volatilitas IHSG pada periode

2023–2025 lebih banyak ditentukan oleh perilaku kolektif investor ritel daripada efektivitas mekanisme stabilisasi harga yang berlaku. Nilai Adjusted $R^2 = 0,998$ mengindikasikan adanya pola deterministik yang sangat kuat, yang menurut Saranj dan Zolfaghari (2025) mencerminkan semakin dominan dan signifikannya peran investor ritel online dalam mempengaruhi fluktuasi indeks saham, terutama pada kondisi ketidakpastian tinggi. Implikasi teoretis dari temuan ini memperkuat relevansi *behavioral finance* sebagai kerangka penjelas utama dinamika pasar modal Indonesia, sekaligus mempertanyakan asumsi dasar hipotesis pasar efisien yang menganggap harga bergerak secara acak berdasarkan informasi fundamental. Bagi regulator, temuan ini menjadi landasan empiris untuk mengevaluasi desain auto rejection yang lebih dinamis dan responsif terhadap kondisi likuiditas real-time, serta memprioritaskan peningkatan literasi keuangan investor ritel sebagai intervensi struktural jangka panjang.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa dominasi investor ritel di Bursa Efek Indonesia selama periode 2023–2025 berperan signifikan dalam meningkatkan volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Besarnya proporsi investor ritel mendorong terbentuknya perilaku investasi yang cenderung mengikuti tren pasar dan dipengaruhi oleh sentimen, sehingga menyebabkan pergerakan harga saham menjadi lebih fluktuatif. Temuan ini menunjukkan bahwa keberadaan investor ritel merupakan salah satu faktor penting yang memengaruhi stabilitas pasar modal Indonesia.

Penelitian ini juga menemukan bahwa mekanisme auto rejection belum mampu memperkuat ataupun memperlemah hubungan antara

dominasi investor ritel dan volatilitas pasar. Meskipun kebijakan tersebut bertujuan membatasi pergerakan harga yang terlalu ekstrem, hasil pengujian menunjukkan bahwa keberadaannya belum efektif dalam meredam dampak perilaku kolektif investor ritel. Kondisi ini mengindikasikan bahwa tekanan transaksi yang muncul di pasar tidak sepenuhnya dapat dikendalikan hanya melalui pembatasan pergerakan harga dalam jangka pendek.

Temuan penelitian memberikan implikasi bagi berbagai pihak. Bagi investor, hasil ini menegaskan peringatan Theresa dan Armansyah (2022) serta OJK (2024) bahwa rendahnya literasi keuangan mendorong perilaku herding dan spekulatif, sehingga peningkatan literasi keuangan dan kemampuan analisis fundamental menjadi penting untuk mengurangi keputusan investasi yang bersifat spekulatif. Bagi pengembangan ilmu pengetahuan, temuan ini memperkuat argumen Dalimunthe, Paranita, dan Suhara (2025) serta Sari dan Abdullah (2025) mengenai relevansi pendekatan behavioral finance dalam menjelaskan dinamika pasar modal di negara berkembang. Sementara itu, bagi regulator, temuan mengenai efektivitas *auto rejection* yang tidak seragam, sebagaimana dilaporkan Rohma dan Lantara (2025), dapat menjadi dasar untuk mengevaluasi ulang desain kebijakan tersebut serta merancang instrumen pengawasan pasar yang lebih responsif terhadap perkembangan perilaku investor di era digital.

Penelitian berikutnya disarankan menggunakan model GARCH dengan data harian agar dapat menangkap volatilitas pasar saham secara lebih akurat, serta menerapkan regresi ridge untuk mengatasi permasalahan multikolinearitas antar variabel independen sehingga estimasi koefisien regresi menjadi lebih stabil. Selain itu, perlu dilakukan segmentasi saham berdasarkan kapitalisasi pasar, seperti big cap, mid cap,

dan small cap, mengingat karakteristik volatilitas antar kelompok saham tersebut cenderung berbeda. Penggabungan analisis sentimen media sosial dengan variabel makroekonomi seperti suku bunga, inflasi, dan nilai tukar juga disarankan agar model dapat menangkap faktor psikologis pasar sekaligus faktor fundamental ekonomi, sehingga hasil penelitian menjadi lebih komprehensif dan tahan uji.

Daftar Pustaka

- Agusta, A., Prasetyo, E., & Wahyudi, S. (2024). Herding behavior and stock return volatility: Evidence from the Indonesia Stock Exchange in the post-pandemic era. *Financial Innovation*, 10(1), 45. <https://doi.org/10.1186/s40854-023-00540-z>
- Aktas, O. U., Kryzanowski, L., & Zhang, J. (2021). Volatility spillover around price limits in an emerging market. *Finance Research Letters*, 39, 101610. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101610>
- Bouteska, A., Sharif, T., & Abedin, M. Z. (2024). Does investor sentiment create value for asset pricing? An empirical investigation of the KOSPI-listed firms. *International Journal of Finance & Economics*, 29(3), 3487–3509. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2836>
- Bursa Efek Indonesia. (2023). *Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia No. S-02662/BEI.POP/03-2023: Normalisasi Kebijakan Perdagangan Pasca Pandemi*. BEI. Diakses dari <https://www.idx.co.id/id/regulasi/peraturan-perdagangan>
- Costa, F., Fortuna, N., & Lobão, J. (2024). Herding states and stock market returns. *Research in International Business and Finance*, 68, 102163. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102163>
- Dalimunthe, F. R., Paranita, E. S., & Suhara, A. (2025). The dynamics of the influence of investor sentiment on capital market volatility in a behavioral finance perspective. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 6(3), 1830–1839. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v6i3.4558>
- Eaton, G. W., Green, T. C., Roseman, B., & Wu, Y. (2022). Retail trader sophistication and stock market quality: Evidence from brokerage outages. *Journal of Financial Economics*, 146(2), 502–528. <https://ssrn.com/abstract=3776874>

- Fei, F., & Zhang, J. (2023). Chinese stock market volatility and herding behavior asymmetry during the COVID-19 pandemic. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2203436. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2203436>
- Frima, R., Husni, T., Hamidi, M., & Adrianto, F. (2024). Pengaruh Financial Literacy dan Modal Investasi terhadap Trading Activity Investor Pemula di Bursa Efek Indonesia. *Owner: Riset dan Jurnal Akuntansi*, 8(3), 2347–2355. <https://doi.org/10.33395/owner.v8i3.2240>
- Ghozali, Imam. (2018). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25 (Edisi 9, Cetakan IX). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro. ISBN: 979-704-015-1.
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2024). *Statistik Pasar Modal Indonesia Desember 2024*. KSEI. Diakses dari https://www.ksei.co.id/files/Statistik_Publik_Desember_2024_v3.pdf
- Kustodian Sentral Efek Indonesia. (2025). *Statistik Pasar Modal Indonesia Desember 2025*. KSEI. Diakses dari https://web.ksei.co.id/files/Statistik_Publik_Desember_2025.pdf
- Loang, O. K., & Ahmad, Z. (2023). Social media, Covid-19 news and stock market volatility. *SAGE Open*, 13(4), 21582440231215956. <https://doi.org/10.1177/21582440231215956>
- Loang, O. K., Rashid, M. H. U., & Ahmad, Z. (2025). When the crowd moves: Investor herding in Indonesia's bull and bear markets. *Jurnal Pengurusan*, 73. <https://doi.org/10.17576/pengurusan-2025-73-05>
- Maurya, P. K., Bansal, R., & Mishra, A. K. (2025). Investor sentiment and its implication on global financial markets: A systematic review of literature. *Qualitative Research in Financial Markets*. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2024-0087>
- Nguyen, T. T. H., Pham, P. T., Pham, T. A., Ly, T. V., Nguyen, T. L., & Pham, T. H. Y. (2024). Herding in the digital era: Social media's impact on personal investor decisions using the 4A framework. *International Review of Economics & Finance*, 87, 163–179. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.04.016>
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). (2025). Statistik pasar modal Indonesia. Otoritas Jasa Keuangan. Diakses dari <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasar-modal/default.aspx>

- Otoritas Jasa Keuangan. (2024). *Laporan Perkembangan Keuangan Syariah dan Pasar Modal Indonesia 2024*. OJK. Diakses dari <https://www.ojk.go.id/id/data-dan-statistik/laporan-tahunan>
- Patwarani, R., & Husodo, Z. (2023). Examining Herding Behaviour and Its Impact on Stock Market Volatility: Insights from Asian Economies. *Journal of Theoretical and Applied Management (Jurnal Manajemen Teori dan Terapan)*, 16(3), 596–611. Diakses dari <https://doi.org/10.20473/jmtt.v16i3.51757>
- Pranata, R. M., et al. (2024). Herding Dynamics, Volatility, and Market Capitalization: Implications for Stock Returns in Indonesia. *JASF: Journal of Accounting and Strategic Finance*, 7(2), 300–314. Diakses dari <https://jasf.upnjatim.ac.id/index.php/jasf/article/view/532>
- Qi, B. (2023). Effectiveness of price limits: Evidence from China's ChiNext market. *PLOS ONE*, 18(6), e0287548. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0287548>
- Rohma, S. N., & Lantara, I. W. N. (2025). Analisis pengaruh pelebaran bottom auto rejection terhadap volatilitas dan likuiditas saham. *Manajemen: Jurnal Ekonomi*, 7(3). <https://jurnal.usi.ac.id/index.php/JEUSI/article/view/1962>
- Saranj, A., & Zolfaghari, M. (2025). Trading behavior-stock market volatility nexus among institutional and individual investors. *Financial Innovation*, 11, 98. <https://doi.org/10.1186/s40854-024-00717-0>
- Sari, R. N., & Abdullah, R. (2025). Financial Market Volatility and Investor Behavior: Evidence from the Indonesian Stock Exchange. *Mustard Journal De Ecobusin*, 2(3), 171–182. <https://doi.org/10.37899/mjde.v2i3.229>
- Sodik, A., Widiani, D. Z., Siana, F., & Putri, M. A. (2025). Implementasi Teori Treasury dalam Perbankan Syariah. *Journal of Sharia Economics*, 6(1), 15–37. <https://doi.org/10.22373/jose.v6i1.6306>
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D* (Edisi 2). Bandung: Alfabeta. ISBN: 978-602-289-533-6.
- Susalit, D. (2023). *Analisis Pengaruh Penerapan Asymetric Auto Rejection terhadap Kualitas Pasar Saham Indeks LQ45 dan IDX SMC-Liquid* [Tesis Magister Manajemen]. Universitas Gadjah Mada. Diakses dari <https://etd.repository.ugm.ac.id/penelitian/detail/220569>
- Theressa, T. D., & Armansyah, R. F. (2022). Peran herding, overconfidence, dan endowment bias pada keputusan investasi investor pasar

modal. *Journal of Business & Banking*, 12(1), 35–50.
<https://doi.org/10.14414/jbb.v12i1.2989>

Utami, A. R., & Mawardi, W. (2021). Pengaruh Penerapan Price Limit dan Trading Halt Terhadap Volatilitas Return dan Pembentukan Harga di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020. *Diponegoro Journal of Management*, 10(2).
<https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/30966>

Wu, C. (2023). Circuit breakers and market volatility: Evidence from emerging markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102–118. Diakses dari <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102018>

Xiang, C., & Lu, J. (2023). Magnet effects of circuit breakers in electronic order-driven markets: Evidence from China. *International Journal of Finance & Economics*, 28(2), 1450–1469.
<https://doi.org/10.1002/ijfe.2487>

Zulhelfi, Z., & Novianty, R. (2024). When the market daily volatility is high during 2021–2023, is there any herding behavior on the Indonesia Stock Exchange? *JASa: Jurnal Akuntansi, Audit dan Sistem Informasi Akuntansi*, 8(3), 711–721. <https://doi.org/10.36555/jasa.v8i3.2709>.

