



ANALYSIS OF DAY-OF-THE-WEEK EFFECT ON STOCK RETURN AND TRADING VOLUME IN THE ENERGY SECTOR ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE 2020–2024 PERIOD

ANALISIS DAY-OF-THE-WEEK EFFECT PADA RETURN SAHAM DAN VOLUME PERDAGANGAN SEKTOR ENERGI DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2020–2024

Mudji Prasetyo¹, Zulfitra², Ifa Nurmasari³

Program Studi Magister Manajemen, Program Pascasarjana, Universitas Pamulang

E-mail: mudji.prasetyo@outlook.com.

ARTICLE INFO

Correspondent

Mudji Prasetyo

mudji.prasetyo@outlook.com

Key words:

Day-of-the-Week Effect; Monday Effect; Tuesday Effect; Friday Effect; Stock Returns; Trading Volume; Energy Sector; Indonesia Stock Exchange.

Website:

<https://idm.or.id/JSER/index.php/JSER>

Page: 1193 - 1200

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of the Monday effect, Tuesday effect, and Friday effect on stock returns and trading volume in the energy sector of the Indonesia Stock Exchange. A quantitative approach with an ex post facto design was applied to energy sector firms selected through purposive sampling, generating panel data from all trading days during the observation period. Day-of-the-week dummy variables were employed with Wednesday and Thursday as the baseline to avoid the dummy variable trap. The Common Effect Model was selected based on the Chow test, the Lagrange Multiplier test, and the Hausman test as the most appropriate specification for both panel data regression models. The results indicate that the Monday effect and Friday effect have a positive and significant effect at the ten percent significance level, whereas the Tuesday effect has a positive and significant effect at the one percent level on stock returns. None of the day-of-the-week effects significantly influence trading volume. These findings suggest that the energy sector of the Indonesia Stock Exchange is not yet weak-form efficient, with the Tuesday effect as the strongest anomaly, explainable through an information lag mechanism arising from time-zone differences between the Indonesian market and global commodity information centers.

Copyright © 2026 JSER. All rights reserved.

INFO ARTIKEL	ABSTRAK
Koresponden Mudji Prasetyo <i>mudji.prasetyo@outlook.com</i> Kata kunci: <i>Day-of-the-Week Effect; Monday Effect; Tuesday Effect; Friday Effect; Return Saham; Volume Perdagangan; Sektor Energi; Bursa Efek Indonesia.</i> Website: https://idm.or.id/JSER/index.php/JSER Hal: 1193 - 1200	Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh <i>Monday effect</i>, <i>Tuesday effect</i>, dan <i>Friday effect</i> terhadap <i>return</i> saham dan volume perdagangan sektor energi di Bursa Efek Indonesia. Pendekatan kuantitatif dengan desain <i>ex post facto</i> diterapkan terhadap emiten sektor energi yang dipilih melalui <i>purposive sampling</i>, menghasilkan data panel dari seluruh hari perdagangan selama periode pengamatan. Variabel <i>dummy</i> hari perdagangan digunakan dengan hari Rabu dan Kamis sebagai <i>baseline</i> untuk menghindari <i>dummy variable trap</i>. <i>Common Effect Model</i> dipilih berdasarkan Uji Chow, Uji Lagrange Multiplier, dan Uji Hausman sebagai spesifikasi yang paling sesuai untuk kedua model regresi data panel. Hasil pengujian menunjukkan bahwa <i>Monday effect</i> dan <i>Friday effect</i> berpengaruh positif dan signifikan pada taraf signifikansi sepuluh persen, sedangkan <i>Tuesday effect</i> berpengaruh positif dan signifikan pada taraf satu persen terhadap <i>return</i> saham. Seluruh efek hari perdagangan tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa pasar sektor energi Bursa Efek Indonesia belum sepenuhnya efisien dalam bentuk lemah (<i>weak-form efficient</i>), dengan <i>Tuesday effect</i> sebagai anomali terkuat yang dapat dijelaskan melalui mekanisme <i>information lag</i> akibat perbedaan zona waktu antara pasar Indonesia dengan pusat informasi komoditas global. Copyright © 2026 JSER. All rights reserved

PENDAHULUAN

Pasar modal berperan sebagai motor penggerak sistem keuangan nasional dengan menghubungkan pihak yang memiliki surplus modal dan pihak yang membutuhkan pendanaan jangka panjang. Dalam kerangka teori keuangan modern, pasar yang efisien diharapkan mengintegrasikan seluruh informasi yang tersedia ke dalam harga sekuritas pada setiap saat, sehingga tidak ada pelaku pasar yang mampu memperoleh *abnormal return* secara konsisten (Fama, 1970). Asumsi ini ditantang oleh berbagai dokumentasi empiris yang mengidentifikasi anomali pasar, yakni pola *return* sistematis yang dapat diprediksi berdasarkan kalender perdagangan. Woo et al. (2020) menegaskan bahwa bukti anomali kalender secara konsisten bertentangan dengan bentuk lemah *Efficient Market Hypothesis*, dan *behavioral finance* memberikan penjelasan atas persistensi anomali tersebut. Salah satu anomali kalender yang paling banyak dikaji adalah *day-of-the-week effect*, yaitu kecenderungan *return* saham yang berbeda secara konsisten pada hari-hari tertentu dalam satu pekan perdagangan.

Tiga kerangka teoretis utama menjelaskan mekanisme terbentuknya anomali ini. Pertama, *settlement procedures hypothesis* (Lakonishok & Levi, 1982) mengaitkan pola *return* dengan siklus penyelesaian transaksi antar hari. Kedua, *information flow hypothesis* (Karpoff, 1987) berargumen bahwa arus informasi yang tidak merata sepanjang pekan menciptakan perbedaan aktivitas perdagangan yang sistematis. Ketiga, *mood hypothesis* (Hirshleifer & Shumway, 2003) mengaitkan anomali dengan kondisi psikologis investor yang dipengaruhi ritme mingguan. Stosic et al. (2022) memperkuat penjelasan berbasis

perilaku ini dengan mengkonfirmasi bahwa akumulasi informasi selama akhir pekan memicu perilaku spekulatif investor pada hari Senin.

Pada tataran global, intensitas anomali bervariasi antar pasar dan periode. Grebe dan Schiereck (2024) melalui meta-analisis terhadap 156 studi menemukan *return* tertinggi cenderung terjadi pada hari Rabu dan Jumat. Kumar dan Singh (2024) mengkonfirmasi bahwa *Monday effect* dan *Friday effect* masih terdokumentasi secara konsisten di banyak pasar dunia. Yardimci dan Erdem (2020) menemukan bahwa pasar *emerging* Asia mayoritas Muslim cenderung menunjukkan arah *Monday effect* yang berbeda dari pasar maju Barat, sementara Ajayi dan Gavu (2024) mengkonfirmasi bahwa *return* tertinggi di pasar *emerging* Afrika Selatan justru terjadi pada hari Selasa, mengindikasikan bahwa mekanisme *information lag* lintas zona waktu dapat menggeser anomali dari hari Senin ke hari Selasa.

Di Indonesia, hasil penelitian terdahulu memperlihatkan inkonsistensi yang mencolok. Pawestri (2021) tidak menemukan perbedaan signifikan *return* hari Senin pada saham LQ-45 selama pandemi. Suryanegara dan Pangestuti (2024) menemukan bahwa *Monday effect* hanya terjadi pada 30 menit pertama perdagangan. Sinaulan dan Kasingku (2025) mengkonfirmasi tidak adanya anomali yang signifikan selama maupun setelah pandemi, sementara Murtini dan Triaryati (2025) hanya menemukan *Thursday effect* yang signifikan. Inkonsistensi ini mengisyaratkan bahwa manifestasi anomali bergantung pada karakteristik sektoral dan periode observasi, sehingga diperlukan kajian dengan fokus sektoral yang spesifik.

Sektor energi memiliki karakteristik struktural yang membedakannya dari sektor lain, yaitu volatilitas *return* yang tinggi akibat sensitivitas terhadap harga komoditas global, kontribusi ekonomi yang substansial dengan posisi Indonesia sebagai eksportir batubara termal terbesar di dunia (Energy Shift Institute, 2025), serta heterogenitas kinerja antar emiten yang mencolok (Irman et al., 2025). Tilica (2021) mengkonfirmasi bahwa sektor energi menunjukkan *Monday effect* yang signifikan dalam periode *contagion*. Berdasarkan uraian tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh *Monday effect*, *Tuesday effect*, dan *Friday effect* terhadap *return* saham dan volume perdagangan sektor energi di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024.

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Efficient Market Hypothesis (Fama, 1970) menyatakan bahwa harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Bentuk lemah (*weak-form*) menegaskan bahwa pola harga historis tidak dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Keberadaan *day-of-the-week effect* yang persisten menjadi bukti penyimpangan dari hipotesis ini, dan *behavioral finance* (Shiller, 2003; Kahneman & Tversky, 1979) menawarkan penjelasan alternatif melalui aspek psikologis pelaku pasar.

Pada dimensi volume, *information flow hypothesis* (Karpoff, 1987) memprediksi bahwa perbedaan arus informasi antar hari akan tercermin pada pola volume perdagangan. *Trading Volume Activity* digunakan sebagai proksi aktivitas perdagangan yang dinormalisasi untuk memungkinkan perbandingan antar emiten. Berdasarkan kerangka teoretis dan temuan empiris terkini, dirumuskan enam hipotesis penelitian:

H1: *Monday effect* berpengaruh terhadap *return* saham sektor energi.

H2: *Tuesday effect* berpengaruh terhadap *return* saham sektor energi.

H3: *Friday effect* berpengaruh terhadap *return* saham sektor energi.

H4: *Monday effect* berpengaruh terhadap volume perdagangan sektor energi.

H5: *Tuesday effect* berpengaruh terhadap volume perdagangan sektor energi.

H6: *Friday effect* berpengaruh terhadap volume perdagangan sektor energi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain *ex post facto*, yang menganalisis data peristiwa yang telah terjadi tanpa manipulasi variabel (Creswell, 2014). Populasi penelitian adalah seluruh emiten sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel ditentukan melalui *purposive sampling* dengan kriteria emiten yang konsisten tercatat dan aktif diperdagangkan sepanjang periode 2020–2024, menghasilkan 16 emiten dengan total 19.046 observasi panel. Sumber data adalah harga penutupan tersesuaian (*adjusted close*) dan volume perdagangan harian yang diperoleh dari *Yahoo Finance* dengan validasi silang data resmi Bursa Efek Indonesia.

Variabel dependen pertama adalah *return* saham (Y1), dihitung sebagai berikut:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

Sumber: Bodie, Kane & Marcus (2018)

Variabel dependen kedua adalah volume perdagangan (Y2), diproksikan dengan *Trading Volume Activity* (TVA) yang dinormalisasi:

$$TVA_t = (Volt - AvgVolt-20) / StdDev-20$$

Sumber: Karpoff (1987)

Variabel independen adalah variabel *dummy* hari perdagangan (D_MON, D_TUE, D_FRI) dengan hari Rabu dan Kamis sebagai *baseline* untuk menghindari *dummy variable trap* (Gujarati & Porter, 2009). Dua model regresi data panel dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_MON + \beta_2 D_TUE + \beta_3 D_FRI + \epsilon_{it}$$

$$TVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_MON + \beta_2 D_TUE + \beta_3 D_FRI + \epsilon_{it}$$

Pemilihan model dilakukan melalui Uji *Chow* (CEM vs FEM), Uji *Lagrange Multiplier* Breusch-Pagan (CEM vs REM), dan Uji *Hausman* (FEM vs REM). Pengujian hipotesis menggunakan Uji *t* parsial dan Uji *F* simultan pada dua taraf signifikansi, yaitu $\alpha = 0,01$ dan $\alpha = 0,10$, sesuai praktik kajian anomali kalender pada *emerging market* yang melaporkan taraf signifikansi aktual setiap koefisien (Gujarati & Porter, 2009; Aslam et al., 2020). Analisis menggunakan perangkat *EViews 13*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Tabel 1. Ringkasan Hasil Pemilihan Model Panel Data

Uji	Prob. M1 (Return)	Prob. M2 (TVA)	Ambang	Keputusan
<i>Chow (F)</i>	0,7703	0,0609	> 0,05	CEM > FEM
<i>Lagrange Multiplier</i>	0,3532	0,1493	> 0,05	CEM > REM
<i>Hausman</i>	0,6543	0,0004	—	Tidak relevan
Model Terpilih	—	—	—	<i>Common Effect Model</i>

Sumber: Data Hasil Olahan Peneliti (2025)

Hasil pengujian pemilihan model untuk kedua persamaan disajikan pada Tabel 1. Uji *Chow* pada Model 1 menghasilkan probabilitas 0,7703 dan Model 2 sebesar 0,0609; keduanya di atas 0,05 sehingga H_0 gagal ditolak. Uji *Lagrange Multiplier* Breusch-Pagan menghasilkan probabilitas 0,3532 (M1) dan 0,1493 (M2), juga di atas 0,05. Dengan demikian, *Common Effect Model* terpilih secara konsisten sebagai spesifikasi terbaik

untuk kedua model, mengindikasikan tidak adanya heterogenitas *intercept* yang signifikan antar 16 emiten.

Hasil Estimasi Common Effect Model

Estimasi *Common Effect Model* untuk kedua model disajikan pada Tabel 2. Pada Model 1 (*return* saham), koefisien D_TUE sebesar 0,003026 signifikan pada $\alpha = 1$ persen ($p = 0,0000$), sedangkan D_MON (0,001251; $p = 0,0526$) dan D_FRI (0,001226; $p = 0,0603$) signifikan pada $\alpha = 10$ persen. Nilai *F*-statistik 7,4879 ($p = 0,0001$) menegaskan signifikansi simultan ketiga *dummy* terhadap *return*. Sebaliknya, pada Model 2 (TVA) seluruh koefisien *dummy* bernilai negatif dan tidak signifikan, dengan *F*-statistik 0,3669 ($p = 0,7769$).

Tabel 2. Hasil Estimasi Common Effect Model

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Prob.	Keterangan
Model 1: Return Saham (Y1)				
C	-0,000170	-0,452738	0,6507	Tidak signifikan
D_MON	0,001251	1,938083	0,0526*	Signifikan $\alpha = 10\%$
D_TUE	0,003026	4,721184	0,0000***	Signifikan $\alpha = 1\%$
D_FRI	0,001226	1,879021	0,0603*	Signifikan $\alpha = 10\%$
$R^2 = 0,001178$; $Adj. R^2 = 0,001021$; $F = 7,4879$ ($p = 0,0001$); $DW = 1,9931$				
Model 2: Trading Volume Activity (Y2)				
C	0,662124	2,474397	0,0134	Signifikan $\alpha = 5\%$
D_MON	-0,289504	-0,629331	0,5291	Tidak signifikan
D_TUE	-0,346199	-0,757757	0,4486	Tidak signifikan
D_FRI	-0,420059	-0,902929	0,3666	Tidak signifikan
$R^2 = 0,000058$; $Adj. R^2 = -0,000100$; $F = 0,3669$ ($p = 0,7769$); $DW = 1,9730$				

Sumber: Data Hasil Olahan Peneliti (2025). Baseline: hari Rabu dan Kamis. * signifikan pada $\alpha = 10\%$; *** signifikan pada $\alpha = 1\%$.

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Tabel 3 merangkum keputusan atas keenam hipotesis. Tiga hipotesis terkait *return* saham diterima (H1, H2, H3), sedangkan tiga hipotesis terkait volume perdagangan ditolak (H4, H5, H6).

Tabel 3. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hip.	Pernyataan	Koefisien	Prob.	Keputusan
H1	<i>Monday effect</i> → Return Saham	0,001251	0,0526*	Diterima ($\alpha=10\%$)
H2	<i>Tuesday effect</i> → Return Saham	0,003026	0,0000***	Diterima ($\alpha=1\%$)
H3	<i>Friday effect</i> → Return Saham	0,001226	0,0603*	Diterima ($\alpha=10\%$)
H4	<i>Monday effect</i> → Volume Perdagangan	-0,289504	0,5291	Ditolak
H5	<i>Tuesday effect</i> → Volume Perdagangan	-0,346199	0,4486	Ditolak
H6	<i>Friday effect</i> → Volume Perdagangan	-0,420059	0,3666	Ditolak

Sumber: Data Hasil Olahan Peneliti (2025)

Koefisien D_MON yang positif (H1 diterima) menunjukkan *return* hari Senin rata-rata lebih tinggi 0,1251 persen dibandingkan *baseline*. Arah positif ini berbeda dari pola

Monday effect klasik yang umumnya negatif di pasar maju, namun konsisten dengan Yardimci dan Erdem (2020) dan Kim dan Ryu (2022) yang menemukan respons berbeda pada pasar *emerging Asia*.

Tuesday effect (H2) merupakan anomali terkuat, signifikan pada $\alpha = 1$ persen dengan *return* hari Selasa rata-rata lebih tinggi 0,3026 persen. Temuan ini selaras dengan Ajayi dan Gavu (2024) dan dapat dijelaskan melalui mekanisme *information lag*: informasi harga komoditas global yang dirilis pada hari Senin waktu pasar Barat baru terserap sepenuhnya ke harga saham energi Indonesia pada hari Selasa pagi akibat perbedaan zona waktu (Kim & Ryu, 2022).

Friday effect (H3) yang positif dan signifikan pada $\alpha = 10$ persen konsisten dengan teori sentimen optimis investor menjelang akhir pekan (Kumar & Singh, 2024). Sementara itu, ketiadaan pengaruh signifikan pada dimensi volume (H4–H6 ditolak) mengindikasikan bahwa pergerakan harga terjadi melalui mekanisme *price adjustment* berbasis informasi tanpa lonjakan aktivitas transaksi yang berarti, sejalan dengan Ajayi dan Gavu (2024) dan Toe dan Ouedraogo (2022). Nilai *Adjusted R²* yang sangat kecil merupakan ciri tipikal model anomali kalender dan tidak mengurangi validitas pengujian hipotesis parsial (Grebe & Schiereck, 2024).

SIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa *day-of-the-week effect* pada sektor energi Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024 bersifat selektif dan dimensi-spesifik. Dari enam hipotesis, tiga diterima (H1, H2, H3) yang seluruhnya berkaitan dengan *return* saham, sedangkan tiga hipotesis terkait volume perdagangan ditolak (H4, H5, H6). *Tuesday effect* merupakan anomali terkuat yang terkonfirmasi pada taraf 1 persen, sedangkan *Monday effect* dan *Friday effect* terkonfirmasi pada taraf 10 persen. Temuan ini memberikan dukungan parsial terhadap *Efficient Market Hypothesis*: pasar sektor energi belum sepenuhnya efisien dalam bentuk lemah pada dimensi *return*, namun ketiadaan anomali pada dimensi volume mengindikasikan mekanisme *price discovery* berjalan tanpa distorsi aktivitas perdagangan yang sistematis.

Implikasi praktis temuan ini mencakup pemanfaatan *Tuesday effect* sebagai pertimbangan *timing* akumulasi posisi bagi investor, optimalisasi waktu pengumuman korporasi bagi emiten, serta penguatan mekanisme diseminasi informasi lintas zona waktu bagi regulator. Keterbatasan penelitian meliputi distribusi TVA yang sangat *leptokurtic*, ketiadaan variabel kontrol fundamental, serta cakupan periode yang memuat pandemi COVID-19. Penelitian selanjutnya disarankan menggunakan data frekuensi *intraday*, model panel dinamis atau GARCH, dan perbandingan lintas sektoral untuk menguji stabilitas serta generalisasi temuan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ajayi, O. D., & Gavu, E. K. (2024). South African real estate investment trusts prefer Tuesdays. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(5), 183. <https://doi.org/10.3390/jrfm17050183>
- Aslam, F., Memon, B. A., & Mughal, K. S. (2020). Risk-adjusted and Bonferroni-adjusted seasonality in emerging Asian stock markets. *Economic Journal of Emerging Markets*, 12(1), 80–92. <https://doi.org/10.20885/ejem.vol12.iss1.art7>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.

- Creswell, J. W. (2014). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (4th ed.). SAGE Publications.
- Energy Shift Institute. (2025). *Indonesia energy sector report 2025*. <https://www.energyshiftinstitute.org>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Grebe, C., & Schiereck, D. (2024). Day-of-the-week effect: A meta-analysis. *Journal of Economic Surveys*, 38(4), 1059–1093. <https://doi.org/10.1111/joes.12578>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good day sunshine: Stock returns and the weather. *The Journal of Finance*, 58(3), 1009–1032.
- Irman, M., Rahman, S., & Wati, Y. (2025). Macroeconomic and green factors influencing stock returns in Indonesia energy sector. *Etikonomi*, 24(2), 441–458. <https://doi.org/10.15408/etk.v24i2.38672>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292.
- Karpoff, J. M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(1), 109–126.
- Kim, J., & Ryu, D. (2022). Sentiment changes and the Monday effect. *Finance Research Letters*, 48, 102959. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102959>
- Kumar, G., & Singh, B. (2024). Day-of-the-week and weekend effects on stock market returns: An investigation through review of literature. *Theoretical and Applied Economics*, 31(1), 29–42.
- Lakonishok, J., & Levi, M. (1982). Weekend effects on stock returns: A note. *The Journal of Finance*, 37(3), 883–889.
- Murtini, U., & Triaryati, N. (2025). Pengujian anomali pasar (day of the week effect) pada indeks saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 14(1), 1–18. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2025.v14.i01.p01>
- Pawestri, D. A. (2021). Pengujian Monday effect pada saham LQ-45 di masa pandemi COVID-19. *Jurnal Ilmiah Manajemen dan Bisnis*, 6(2), 115–124.
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.
- Sinaulan, J. H., & Kasingku, F. A. (2025). Anomali pasar: Day of the week effect pada saham LQ-45 selama dan setelah pandemi COVID-19. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 27(1), 45–58.
- Stosic, D., Stosic, D., Vodenska, I., Stanley, H. E., & Stosic, T. (2022). A new look at calendar anomalies: Multifractality and day-of-the-week effect. *Entropy*, 24(4), 562. <https://doi.org/10.3390/e24040562>
- Suryanegara, D. P., & Pangestuti, I. R. D. (2024). Intraday Monday effect pada Bursa Efek Indonesia selama pandemi COVID-19. *Diponegoro Journal of Management*, 13(1), 1–12.
- Tilica, E. V. (2021). Financial contagion patterns in individual economic sectors: The day-of-the-week effect from the Polish, Russian and Romanian markets. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(9), 432. <https://doi.org/10.3390/jrfm14090432>

- Toe, D. L., & Ouedraogo, S. (2022). Dynamic relationship between trading volume, returns and returns volatility: An empirical investigation on the main African stock markets. *Journal of Asset Management*, 23, 429-444. <https://doi.org/10.1057/s41260-022-00268-0>
- 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>
- Yardimci, B., & Erdem, O. (2020). Day-of-the-week effects in stock markets of Muslim majority countries. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 6(1), 139-160. <https://doi.org/10.21098/jimf.v6i1.1086>