

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pemulihan ekonomi di Indonesia pasca krisis finansial telah menunjukkan tanda-tanda yang signifikan. Beberapa indikator adalah tingkat inflasi yang berada pada posisi 2,83% bulan September 2009, kemudian nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika yang terus mengalami penguatan hingga ke posisi Rp. 9.620 pada pertengahan Oktober 2009, dan tingkat suku bunga Bank Indonesia yang terus menurun hingga berada pada posisi 6,50%.

Implikasinya adalah kondisi seperti ini mampu menciptakan iklim investasi yang bagus di kalangan investor. Investor kembali menanamkan sebagian dananya di berbagai instrumen keuangan, seperti pasar uang, obligasi, reksadana, saham, derivatif, valuta asing atau pun produk investasi lainnya seperti emas, tanah atau investasi bagi hasil lainnya. Dari beberapa banyak macam pilihan investasi, salah satu instrumen investasi yang banyak digemari adalah berinvestasi dalam saham.

Berbicara tentang saham, tentu tidak terlepas dari pasar modal yang merupakan tempat yang mempertemukan antara dua pihak yang berkepentingan, yaitu antara pemilik dana atau investor dan perusahaan yang menjual sahamnya (emiten). Adalah Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai tempat para investor melakukan transaksi, menunjukkan perkembangan pesat seiring dengan perbaikan ekonomi Indonesia. Dari catatan BEI, pada tahun 2006, nilai kapitalisasi pasar BEI adalah Rp 1.246 triliun. Kemudian pada tahun 2007 nilai kapitalisasi pasar BEI naik 58,91% menjadi Rp 1.980 triliun. Tahun 2008, yang merupakan tahun krisis finansial, membuat nilai kapitalisasi pasar BEI susut Rp 896 triliun atau turun 45,25%.

Namun, pada tahun 2009, kondisi ekonomi Indonesia menunjukkan perbaikan yang pesat sehingga nilai kapitalisasi BEI naik ke posisi Rp 1.980 triliun. Selain itu pada tahun 2009 terdapat 406 emiten terdaftar pada BEI dengan nilai rata-rata transaksi harian adalah Rp 4-5 triliun.

Dalam melakukan transaksi, para investor dihadapkan dengan berbagai macam pilihan saham atau portfolio investasi. Seorang investor yang rasional atau seorang manajer investasi, sangat membutuhkan informasi mengenai kondisi pasar atau arah pergerakan pasar sehingga dapat membuat keputusan yang rasional. Konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yaitu merupakan salah satu teori investasi yang menyatakan bahwa tidak mungkin seorang investor atau manajer investasi dapat membuat *return* yang dapat mengalahkan *return* pasar. Teori ini menyatakan bahwa nilai harga saham yang tertera di pasar merupakan refleksi dari seluruh informasi yang ada. Artinya setiap saham diperdagangkan pada harga *fair value* dan tidak mungkin investor membeli saham yang harganya *undervalued* kemudian melakukan *short selling*.

Akan tetapi dalam prakteknya banyak terjadi penyimpangan terhadap konsep *efficient market hypothesis*, yang biasa disebut anomali. Hal ini disebabkan oleh perilaku investor yang mengambil tindakan yang berbeda-beda dalam menyikapi suatu informasi yang datang baik dari segi dimensi waktu, frekuensi dan kuantitas terhadap pembelian suatu saham. Dalam beberapa kasus ditemukan adanya investor yang berperilaku berlebihan terhadap suatu informasi, seperti melakukan penjualan saham secara spontan ketika pasar bergerak diluar ekspektasinya atau tiba-tiba melakukan pembelian saham dalam jumlah yang baru saja mengalami *gain* tanpa memperhatikan nilai fundamentalnya. Reaksi berlebihan ini yang akan mendorong pergerakan harga saham melewati harga wajar sehingga mengakibatkan suatu pergerakan harga yang berkelanjutan (*price continuation*) atau malah terjadi pembalikan arah harga (*price reversal*). Fenomena ini disebut *overreaction*.

Konsep *overreaction* pertama kali dipopulerkan oleh De Bondt dan Thaler (1985). Mereka menemukan bukti bahwa saham-saham *winner* dan *loser* yang *listed* pada New York Stock Exchange pada kurun waktu 36 bulan cenderung mengalami pembalikan arah pergerakan pada 36 bulan berikutnya. Penelitian empiris yang dilakukan Bondt dan Thaler memperlihatkan bahwa antara bulan Januari 1933 sampai dengan bulan Desember 1980, saham-saham *loser* di NYSE mengungguli *return* pasar rata-rata sebesar 19,6% dan sebaliknya saham-saham *winner* pada periode yang sama memperoleh *return* negatif 5% di bawah pasar.

Sehingga apabila pada periode ini para investor melakukan strategi kontrarian, maka akan mendapatkan *cumulative abnormal return* (CAR) sebesar 24,6%.

Overreaction menyatakan bahwa para investor akan cenderung bereaksi berlebihan (*overreact*) terhadap informasi yang baru. Hal ini akan mengakibatkan harga saham akan berubah secara drastis dan tidak lagi merefleksikan harga intrinsiknya. Untuk mencegah terjadinya perubahan harga yang drastis, pasar modal telah menerapkan aturan batas atas/bawah pergerakan suatu harga saham, atau lebih dikenal dengan *price limit*. Aturan *price limit* ini diyakini dapat mengurangi tingginya volatilitas akibat reaksi berlebihan dari para pelaku investor dan dapat mengatasi fenomena *overreaction*.

Overreaction hypothesis muncul akibat adanya teori *price limit* dan memprediksi bahwa harga saham yang telah menyentuh batas maksimal/minimal transaksi harian (*intra-day limit*), maka dalam periode *overnight* harga saham akan terus bergerak mengikuti harga batas dan akan kembali bergerak ke titik semula (*price reversal*) pada transaksi perdagangan hari berikutnya. Beberapa jurnal membuktikan bahwa apabila pergerakan harga saham menyentuh batas maksimal/minimal yang diperbolehkan, yang disebabkan oleh reaksi para investor, maka *price limit* tersebut akan memberikan periode *cooling-down* bagi para investor untuk mengevaluasi kembali harga intrinsik saham tersebut. Pada periode *cooling-down* inilah harga saham kembali ke titik semula (*price reversal*) dan bergerak menuju harga intrinsiknya.

Namun, kritik terhadap teori *price limit* bermunculan. *Price limit* yang bertujuan untuk mengurangi volatilitas harga saham, justru malah menimbulkan beberapa permasalahan, yaitu:

a. *Volatility spillover*

Menurut Kuhn *et al.* (1991), *price limit* tidak efektif untuk mengurangi volatilitas harga saham ketika krisis yang terjadi di Amerika pada tahun 1989. Lehmann (1989) juga melihat bahwa harga saham menyentuh batas atas/bawah akibat tidak adanya keseimbangan antara *supply* dan *demand* (*order imbalance*) di pasar. Sehingga yang terjadi adalah bukanlah mengurangi volatilitas harga saham, akan tetapi hanya membatasi besarnya volatilitas pada satu hari dan membuat gejala

volatilitas berkelanjutan di hari perdagangan berikutnya. Masalah ini disebut dengan *volatility spillover*

Roll (1989) menyatakan bahwa kebanyakan investor hanya melihat sedikit perbedaan antara harga saham yang turun 20% dalam sehari dengan harga saham yang telah menembus batas bawah 5% dalam 4 hari berturut-turut.

b. *Delayed price discovery*

Menurut Fama (1989), Lehmann (1989), dan Lee *et al* (1994), ketika pergerakan suatu harga saham menyentuh batas atas/bawah, transaksi perdagangan biasanya terhenti, dan ini merupakan suatu interferensi bagi pergerakan harga saham untuk mencapai titik ekuilibriumnya. Selama harga saham belum mencapai titik ekuilibrium, maka harga saham akan terus bergerak menuju titik itu. Jika *price limit* membuat harga saham tidak mencapai titik ekuilibrium pada satu hari perdagangan, maka harga saham akan bergerak lagi pada hari perdagangan berikutnya. Fenomena ini konsisten dengan *delayed price discovery hypothesis*.

c. *Trading Interference*

Lauterbach dan Ben-Zion (1993), Fama (1989), dan Telser (1989) menulis bahwa apabila *price limit* mencegah *trading* pada suatu hari perdagangan, maka akan membuat saham menjadi kurang liquid, akibatnya volume transaksi perdagangan akan meningkat secara signifikan pada hari perdagangan berikutnya, hal ini disebut *trading interference hypothesis*.

Lehmann (1989) mendukung *trading interference hypothesis* dengan menunjukkan bahwa dengan terjadinya ketidakseimbangan pada *supply* dan *demand (order imbalance)* dan tertahannya volume perdagangan akan membuat harga saham menyentuh batasnya. Implikasinya adalah pada hari perdagangan berikutnya, investor yang tidak sabar (*impatient traders*) akan membeli atau menjual saham pada harga yang tidak wajar atau investor yang sabar (*patient traders*) akan menunggu harga saham berada di posisi ekuilibrium ketika ketidakseimbangan (*order imbalance*) sudah terkoreksi. Pada dua kasus ini, menyebabkan volume

perdagangan akan meningkat lebih tinggi pada hari perdagangan berikutnya.

Penelitian menarik dilakukan oleh Huang (2001) yaitu tentang pengaruh *price limit* terhadap pergerakan harga saham. Penelitian dilakukan pada Taiwan Stock Exchange untuk melihat apakah *price limit* dapat mengurangi volatilitas pergerakan harga saham sekaligus membuktikan kebenaran dari *overreaction hypothesis*. Penelitian ini mengacu pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kim (1997) yang membuktikan tiga masalah yang muncul akibat adanya *price limit*, yaitu *volatility spillover hypothesis*, *delayed price discovery hypothesis* dan *trading interference hypothesis*. Penelitian Kim (1997) dilakukan di Tokyo Stock Exchange dan semua hasilnya *valid* dan signifikan secara statistik.

Penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia mengacu pada penelitian Huang (2001) dan penelitian Kim (1997) untuk melihat efektifitas regulasi *price* Efek Indonesia (BEI). Diharapkan dengan adanya penelitian ini dapat diketahui apakah *price limit* mampu mengurangi volatilitas suatu harga saham dan konsisten dengan *overreaction hypothesis* atau malah justru menimbulkan masalah baru yang seperti yang dikemukakan oleh Kim (1997).

1.2 Perumusan Masalah

Di pasar modal, terdapat dua jenis investor yaitu *information trader* dan *noise trader*. *Information trader* melihat harga saham berdasarkan nilai intrinsik, nilai fundamental dan ditambah dengan informasi yang berkaitan dengan saham tersebut (*insider information*). Sedangkan *noise trader* adalah sebaliknya. Jika diasumsikan nilai saham adalah V_t pada hari pembukaan t . Kemudian, pada hari t nilai intrinsik saham berubah sebesar d_t , maka nilai saham pada penutupan hari t adalah $V_t + d_t$.

Bagi *information trader*, mengetahui perubahan harga saham sebesar d_t adalah benar karena sesuai dengan analisis fundamental dan ditambah dengan *insider information*. Namun bagi *noise trader*, yang melihat pergerakan saham sejumlah d_t tanpa melihat nilai fundamental, cenderung bereaksi berlebihan terhadap informasi tersebut, sehingga bagi *noise trader* harga saham yang terbentuk adalah $V_t + d_t + O_t$, dengan O_t menggambarkan besarnya nilai

overreaction terhadap informasi baru dan diasumsikan berkorelasi positif terhadap d_t . *Noise trader* melihat harga saham berdasarkan pada pola pergerakan harga saham.

Overreaction hypothesis memprediksi bahwa harga saham yang telah menyentuh batas maksimal/minimal transaksi harian (*intra-day limit*), maka dalam periode *overnight* harga saham akan terus bergerak mengikuti harga batas dan akan mengalami *price reversal* pada transaksi perdagangan hari berikutnya.

Sedangkan *information hypothesis* menyatakan bahwa *price limit* akan menunda proses pembentukan harga saham yang merefleksikan nilai intrinsiknya. *Information hypotheses* juga memprediksi bahwa harga saham akan terus bergerak mengikuti batas harga maksimal/minimal transaksi harian (*intra-day limit*) dan selama periode *overnight* tidak akan terjadi perubahan pada harga. Dengan kata lain, *information hypothesis* ini merupakan *counter* terhadap *overreaction hypothesis*. Mengacu pada penelitian Kim (1997) bahwa *price limit* justru akan menimbulkan masalah yaitu *volatility spillover hypothesis*, *delayed price discovery hypothesis* dan *trading interference hypothesis*.

Jadi, apabila ternyata *overreaction hypothesis* berlaku, maka pada hari perdagangan besoknya, $t + 1$, harga yang terbentuk merupakan ekuilibrium dari *information trader* dan *noise trader*, yaitu $V_t + d_t + O_t$. Hal ini disebabkan karena selama periode *overnight* tidak terjadi perdagangan. Harga yang terbentuk oleh *noise trader* sejak penutupan pada hari t yaitu $V_t + d_t + O_t$ dan selama periode *overnight* informasi ini tidak sampai ke *information trader*. Implikasinya adalah ketika perdagangan pada hari $t + 1$, *information trader* melihat saham-saham di bursa *overvalued* dan langsung melakukan aksi jual besar-besaran. Hal ini membuat harga saham kembali ke nilai intrinsiknya yaitu $V_t + d_t$.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka rumusan masalah yang berkaitan dengan penelitian ini adalah:

- a. Apakah regulasi *price limit* yang ada di Bursa Efek Indonesia dapat mengurangi volatilitas dan sejalan dengan *overreaction hypothesis*?
- b. Apakah aturan *price limit* yang ada di Bursa Efek Indonesia justru malah menimbulkan masalah yaitu *volatility spillover hypothesis*, *delayed price discovery hypothesis* dan *trading interference hypothesis*?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh *price limit* terhadap pergerakan harga saham pada satu hari perdagangan yang pada hari itu harga saham bergerak sempat menyentuh batas maksimal/minimal transaksi harian (*price limit*). Penelitian ini akan menguji efektifitas *price limit* di Bursa Efek Indonesia dalam mengurangi volatilitas harga saham sekaligus memberikan jawaban atas permasalahan yang diajukan pada penelitian ini.

Jika *price limit* mampu mengurangi volatilitas harga saham, berarti konsisten dengan *overreaction hypothesis*. Namun jika yang terjadi sebaliknya, berarti regulasi *price limit* justru akan membuat masalah baru yaitu *volatility spillover hypothesis*, *delayed price discovery hypothesis* dan *trading interference hypothesis*.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Memberikan gambaran mengenai keberadaan aturan *price limit* yang bertujuan untuk mengurangi volatilitas harga saham atau justru malah menimbulkan masalah baru yaitu *volatility spillover hypothesis*, *delayed price discovery hypothesis* dan *trading interference hypothesis*. Penelitian sebelumnya membuktikan bahwa *price limit* tidak efisien dalam mengurangi volatilitas.

Selain itu penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu referensi bagi para akademis untuk penelitian selanjutnya dan menjadi referensi praktis bagi para investor dalam memahami *market behavior* sehingga dapat membuat keputusan investasi optimal.

1.4 Lingkup Penelitian

Penelitian dilakukan terhadap semua yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2007-2008 untuk membuktikan apakah regulasi *price limit* di BEI akan berpengaruh terhadap perilaku harga saham dan konsisten dengan *overreaction hypothesis* seperti yang dikemukakan oleh Huang (2001). Selanjutnya jika tidak terbukti adanya *overreaction hypothesis*, penelitian

dikembangkan sesuai dengan metode penelitian Kim (1997) yang mengamati masalah – masalah yang muncul akibat penerapan *price limit* di BEI.

1.5 Data dan Metode Penelitian

1.5.1 Data

Untuk meneliti apakah *price limit* mempengaruhi perilaku harga saham, maka data yang diperlukan adalah data semua harga saham harian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2008. Sesuai dengan Surat Edaran No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 tentang Pembatasan Terhadap Harga Penawaran Tertinggi Atau Terendah Atas Saham yang Dimasukkan ke JATS di Pasar Reguler dan Pasar Tunai (*auto rejection*), maka batasan *auto rejection* yang berlaku mulai 19 Januari 2009:

- a. Untuk harga saham dibawah Rp 200, maka batas pergerakan harga saham maksimal atau minimal dalam satu hari perdagangan adalah 35%.
- b. Untuk harga saham di antara Rp 201 dan Rp 5.000, maka batas pergerakan harga saham maksimal atau minimal dalam satu hari perdagangan adalah 25%.
- c. Untuk harga saham diatas Rp 5.000, maka batas pergerakan harga saham maksimal atau minimal dalam satu hari perdagangan adalah 20%.

Harga saham yang digunakan telah disesuaikan dengan *cash dividen*, *stock dividen* dan *stock split*.

Selanjutnya data saham yang akan dipakai harus memiliki pergerakan pada harga batas atas/bawah penutupan untuk saham-saham yang ditutup pada posisi harga batas atas/bawah, baik satu hari, dua hari maupun tiga hari berturut-turut. Untuk perbandingan, dalam penelitian ini juga memakai harga saham yang memiliki pergerakan yang sifatnya *intra-day limit* dan *near limit*. *Intra-day limit* adalah saham-saham yang dalam pergerakannya dalam satu hari menyentuh batas maksimal/minimal tetapi tidak ditutup pada harga batas. Sedangkan *near limit* adalah saham-saham yang pergerakan harganya hampir menyentuh batas atas/bawah dan tidak ditutup pada harga batas.

Data *return* harian pasar juga diperlukan dalam mencari *abnormal return*, dalam hal ini adalah nilai IHSG.

1.5.2 Metodologi

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metodologi yang telah digunakan oleh Huang (2001) dalam penelitian mereka tentang *price limit* sebagai salah satu metode untuk mengurangi volatilitas dan konsisten dengan *overreaction hypothesis* yang terjadi di Taiwan Stock Exchange. Kemudian penelitian ini dikembangkan lebih jauh lagi sesuai metode yang dipakai oleh Kim (1997) untuk mengamati masalah yang muncul akibat adanya regulasi *price limit*. Penelitian ini dilakukan terhadap semua saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu selama tahun 2007 sampai dengan tahun 2008.

Data yang dibutuhkan berupa data harga saham harian yang mencakup harga pembukaan, harga penutupan, harga tertinggi dan terendah dalam satu hari perdagangan. Selain itu penelitian ini juga menggunakan volume transaksi perdagangan harian dan jumlah saham beredar harian untuk setiap saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008. Data-data tersebut diperoleh dari pusat data JSX Statistik, Yahoo! Finance dan situs resmi Bursa Efek Indonesia.

1.6 Sistematika Penelitian

Adapun penelitian ini dipaparkan dalam lima bab dengan masing – masing sub bab yang disusun sebagai berikut:

BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini berisikan latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, metode penelitian dan pembatasan masalah penelitian.

BAB 2 LANDASAN TEORI

Bab ini berisikan landasan – landasan teori dan tinjauan pustaka berupa referensi penelitian – penelitian terdahulu mengenai *overreaction hypothesis*, *information hypothesis*, *volatility spillover*

hypothesis, delayed price discovery hypothesis dan trading interference hypothesis.

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini berisikan objek penelitian, metode penelitian, variabel penelitian, teknik pengumpulan dan pengolahan data penelitian, metode cara perhitungan, serta tahapan – tahapan dalam penelitian.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisikan hasil dan pembahasan hasil penelitian dengan metodologi yang dijelaskan dalam bab 3 dan landasan teori yang dijelaskan dalam bab 2.

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisikan hasil dan pembahasan hasil penelitian dengan metodologi yang dijelaskan dalam bab 3 dan landasan teori yang dijelaskan dalam bab 2.