



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH IMPLEMENTASI KEBIJAKAN
AUTO-REJECTION TERHADAP HARGA SAHAM**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

**ENGGAR RINDU PRIMANDANI
0906499171**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
DESEMBER 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.**

Nama : Enggar Rindu Primandani
NPM : 0906499171
Tanda tangan : 
Tanggal : 29 Desember 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Enggar Rindu Primandani
NPM : 0906499171
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Karya Akhir : Pengaruh Implementasi Kebijakan *Auto-Rejection* Terhadap Harga Saham

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

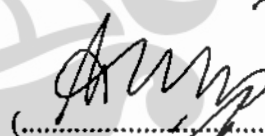
DEWAN PENGUJI

Pembimbing Tesis : Rofikoh Rokhim, Ph. D



(.....)

Penguji : Dr. Dewi Hanggraeni



(.....)

Penguji : Dr. Muhammad Muslich



(.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 29 Desember 2010

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan skripsi ini. Skripsi ini saya tulis dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen Program Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa tanpa bantuan, bimbingan, serta dukungan dari berbagai pihak, akan sangat sulit bagi saya untuk menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

1. Allah SWT. Hanya Dia yang selalu setia menemani saya, membimbing saya dan melindungi saya setiap saat.
2. Bapak Rhenald Khasali, Ph.D, selaku ketua program studi;
3. Ibu Rofikoh Rokhim, Ph.D, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan saya dalam penyusunan tesis ini;
4. Bapak Prof. Dr. I Gusti Ngurah Agung yang telah meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan dalam penyusunan tesis ini;
5. Bapak Dr. Muhammad Muslich dan Ibu Dr. Dewi Hanggraeni, selaku dosen penguji skripsi saya yang telah memberikan koreksi dan masukan yang sangat membantu bagi tulisan saya;
6. Keluarga: mama, tante tatik dan ade Citra yang selalu memberikan dorongan dan percaya pada saya;
7. Bapak Junino Jahja, sebagai mentor yang selalu memberikan semangat positif;
8. Seluruh dosen MMUI, yang telah membagikan ilmunya selama saya menimba pengetahuan di MMUI;
9. Teman-teman MMUI, terutama Mba Ani, Mba Diah, Agnes dan Anthony, yang selalu memberikan semangat dan bersedia terjebak macet bersama setiap Jumat sore pulang dari Peruri;
10. Seluruh staff MMUI;

11. Seluruh pihak yang namanya tidak bisa disebutkan satu persatu, terima kasih atas segala dukungannya;

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu saya selama ini. Saya menyadari bahwa karya akhir ini masih jauh dari sempurna. Saya mengharapkan segala kritik dan saran untuk menjadi lebih baik. Saya juga memohon maaf kepada semua pihak atas kesalahan yang saya perbuat selama pendidikan di MM UI. Semoga tesis ini dapat membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, 29 Desember 2010

Penulis

**HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
KARYA ILMIAH**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Enggar Rindu Primandani
NPM : 0906499171
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (Non-exclusive Royalty-Free Right) atas karya ilmiah saya yang berjudul :

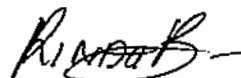
Pengaruh Implementasi Kebijakan *Auto-Rejection* Terhadap Harga Saham

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan karya ilmiah saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 29 Desember 2010

Yang menyatakan



(Enggar Rindu Primandani)

ABSTRAK

Nama : Enggar Rindu Primandani
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Pengaruh Implementasi Kebijakan *Auto-Rejection* Terhadap Harga Saham

Krisis keuangan di Amerika Serikat yang dikenal dengan *Subprime Mortgages* telah memicu tsunami global, yang kembali mengoreksi perekonomian dunia setelah membukukan pertumbuhan signifikan pada tahun 2007 dan awal 2008. Seperti bursa-bursa dunia lainnya yang terkena imbas krisis finansial Amerika, Bursa Efek Indonesia memberlakukan kebijakan *auto-rejection* guna menjaga stabilitas harga-harga saham di bursa. Penelitian ini ditujukan untuk mengetahui pengaruh implementasi kebijakan *auto-rejection* terhadap harga saham. Hasil penelitian menunjukkan (1) Secara individual dengan menggunakan sampel dari 62 saham uji terdapat perubahan harga saham pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection*; (2) Secara individual dengan menggunakan sampel dari 62 saham uji terdapat perubahan volatilitas harga saham pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection*; (3) Secara agregat dengan menggunakan sampel dari 62 saham uji terdapat perubahan pertumbuhan (*growth*) harga saham pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection*.

Kata kunci:

Auto-rejection, saham non finansial, saham finansial, pertambangan, perbankan, transportasi, agrikultur, pertumbuhan

ABSTRACT

Nama : Enggar Rindu Primandani
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : The Impact of Auto-Rejection Policy Implementation to The Stocks Price

Financial crisis in United States which known as subprime mortgages has caused global tsunami and also made correction to global economy after a good achievement on 2007 and 2008. As the other stock market, Bursa Efek Indonesia has implemented auto-rejection policy to maintain the stock price. This thesis was designed to elaborate the impact of auto-rejection policy implementation on the price stock. This research shows (1) Individually, there was price changes by the implementation of auto-rejection policy on 62 stocks price; (2) Individually, there was volatility changes by the implementation of auto-rejection policy on 62 stocks price; (3) By aggregat, there was stocks growth by the implementation of auto-rejection policy on 62 stocks price.

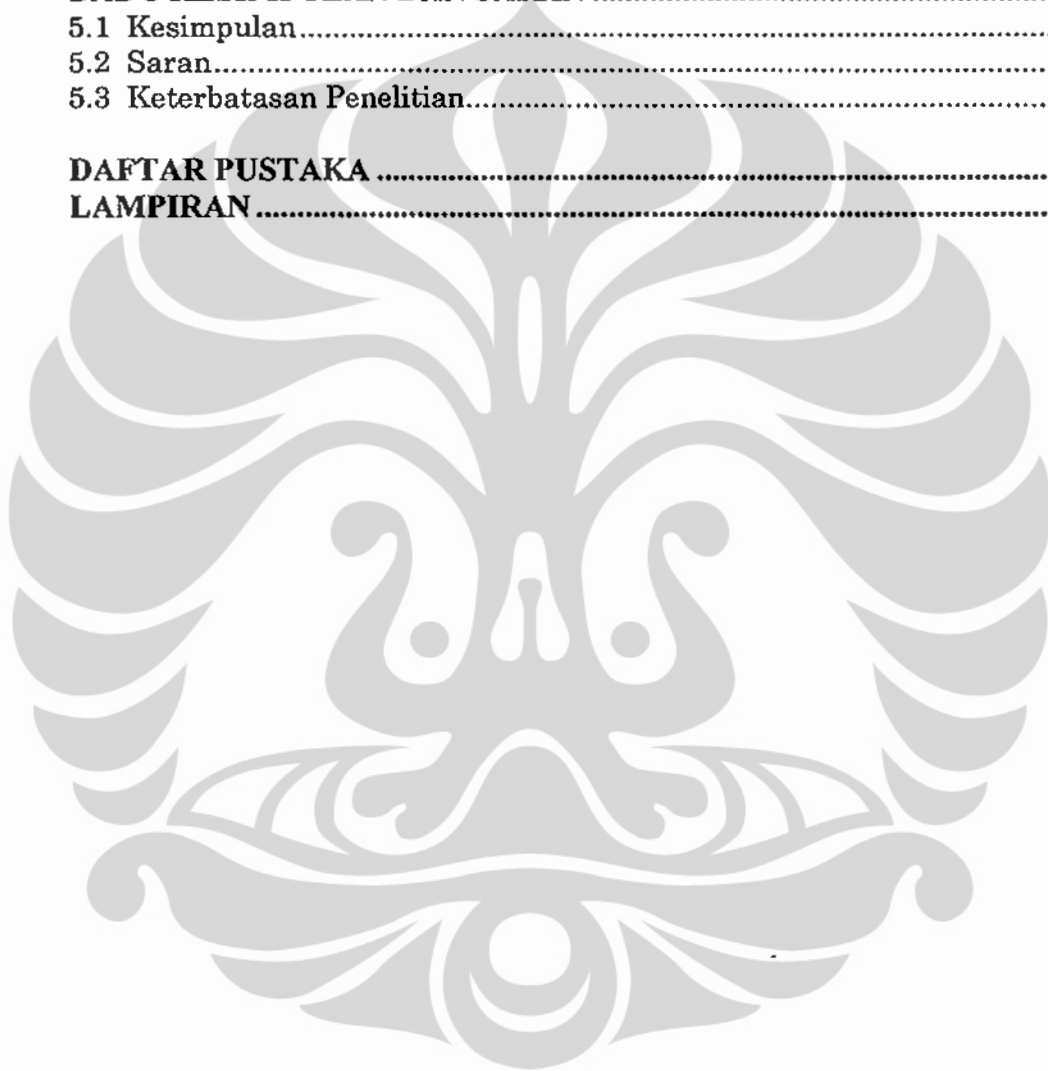
Key words:

Auto-rejection, non financial stock, financial stock, mining, banking, growth

DAFTAR ISI

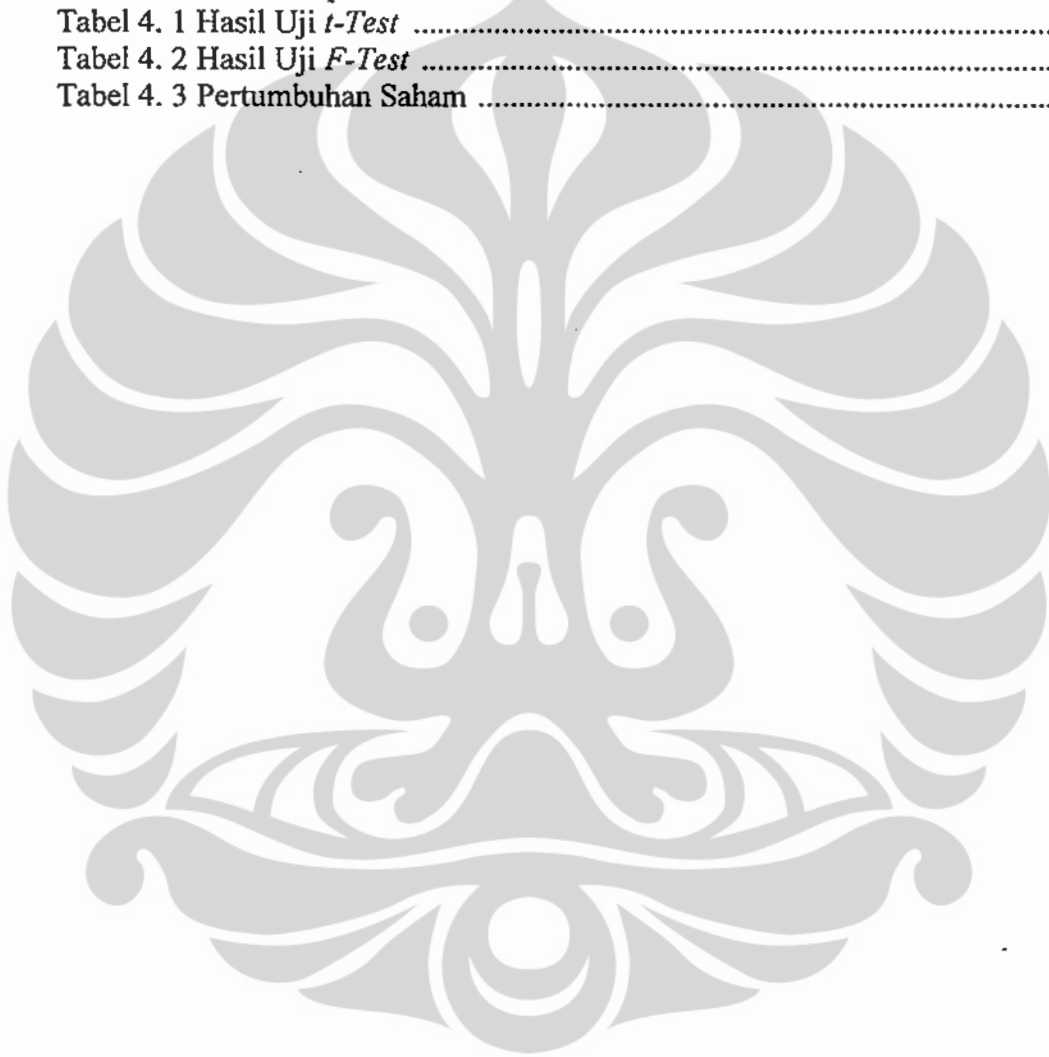
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah.....	9
1.3. Tujuan Penelitian.....	10
1.4. Ruang Lingkup Penelitian	11
1.5. Kerangka Pemikiran.....	12
1.6. Hipotesis Penelitian.....	13
1.7. Manfaat Penelitian.....	14
1.8. Sistematika Pembahasan	15
BAB 2 LANDASAN TEORI	16
2.1. Struktur Pasar	16
2.2. Mekanisme Pasar.....	18
2.3. Krisis Keuangan 2008	21
2.4. Perilaku Investor.....	25
2.5. Bursa Efek Indonesia.....	32
2.6. JATS-NextG (Jakarta Automated Trading System Next Generation)	36
2.7. Auto-Rejection	38
2.8. Event Study	41
2.9. Penelitian Empiris Sebelumnya.....	43
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN	44
3.1. Metodologi <i>Event Study</i>	44
3.1.1. Penentuan <i>Event</i> dan Periode <i>Event</i>	44
3.1.2. Penentuan Perusahaan Yang Mendefinisikan <i>Event</i>	46
3.1.3. Pengumpulan Data.....	47
3.2. Tahap Metode Analisis / Pengolahan Data	47
3.3. Tahapan Hasil Pengolahan Data	50
3.4. Interpretasi	50

BAB 4 ANALISA DAN PEMBAHASAN.....	51
4.1. Analisis Saham Individu	51
4.1.1 Analisis Perhitungan Harga Rata-rata Saham.....	51
4.1.2 Analisa Perhitungan Volatilitas Harga Saham.....	64
4.2. Analisa Pertumbuhan Saham Agregat.....	76
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	89
5.1 Kesimpulan.....	89
5.2 Saran.....	91
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	92
DAFTAR PUSTAKA	93
LAMPIRAN	96



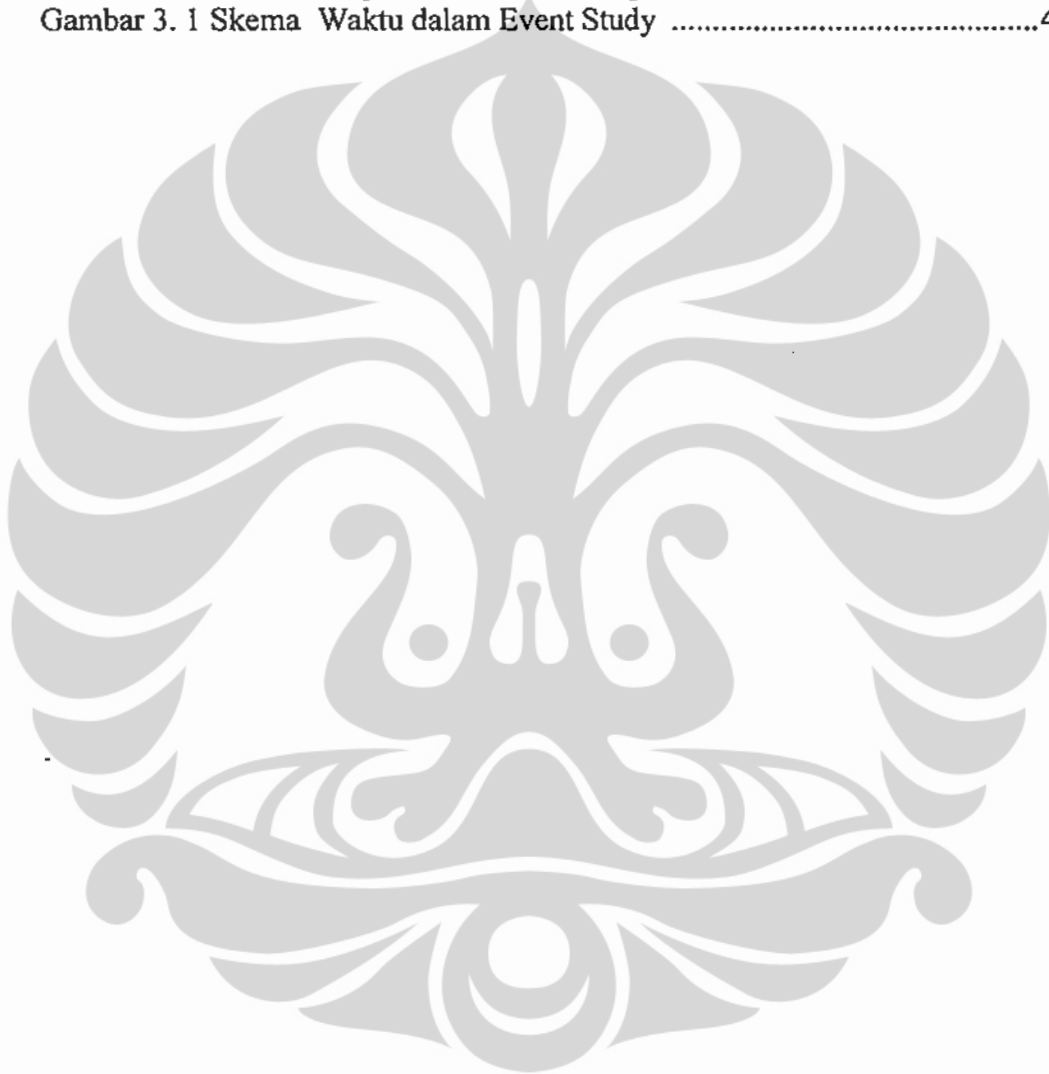
DAFTAR TABEL

Tabel 1. 1 Perubahan IHSG periode 6 Oktober 2008 – 9 Oktober 2008.....	5
Tabel 1. 2 Daftar Cuplikan 360 Saham Listed di BEI.....	12
Tabel 2. 1 Perkembangan PT BEI Periode 1994 - 2009.....	33
Tabel 3. 1 Daftar Cuplikan 360 Saham Listed di BEI	46
Tabel 4. 1 Hasil Uji <i>t-Test</i>	53
Tabel 4. 2 Hasil Uji <i>F-Test</i>	65
Tabel 4. 3 Pertumbuhan Saham	76



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Grafik Perubahan Indeks Bursa Dunia.....	6
Gambar 2. 1 Perkembangan IHSG	32
Gambar 2. 2 Perkembangan Indeks Bursa Regional	33
Gambar 3. 1 Skema Waktu dalam Event Study	46



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan Yang Diuji97



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Dalam proses globalisasi, kesulitan perekonomian Amerika Serikat telah berdampak dengan cepat keseluruh dunia, termasuk Indonesia. Hal ini berawal dari krisis pemilikan rumah (*subprime mortgages*), pada tanggal 9 Agustus 2007 karena gagal dalam memenuhi kewajiban yang telah jatuh tempo. Dengan kecanggihan telekomunikasi dan prosesing data, dampak negatif yang paling cepat dirasakan akibat dari krisis perekonomian global adalah pada sektor keuangan (Leaven, 2010).

Aktivitas suatu sektor dalam perekonomian tidak terlepas dari sektor-sektor perekonomian lainnya, sehingga kebijakan yang berkaitan langsung dengan sektor tersebut akan berimbas pada perekonomian secara makro (Setyawan, 2006). Seperti yang dinyatakan oleh Suryawijaya et al (1998), bahwa peristiwa yang berkaitan dengan lingkungan ekonomi makro seperti perubahan suku bunga, kurs valuta asing serta berbagai regulasi dan deregulasi ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah turut berpengaruh pada fluktuasi harga dan volume perdagangan di pasar modal.

Keberadaan pasar modal menurut Sihombing (2010) dalam perekonomian modern sudah tidak dapat terelakkan lagi bagi seluruh negara di dunia ini, tidak terkecuali di Indonesia. Tingginya permintaan akan barang dan jasa akibat dari semakin banyaknya umat manusia di dunia ini membuat perusahaan, baik yang bergerak di bidang jasa dan perdagangan, harus mampu memenuhi semua *order* yang diinginkan masyarakat dunia secara global. Di Indonesia, negara yang masuk dalam kategori negara berkembang, kebutuhan masyarakat akan barang dan jasa sangat tinggi. Hal ini dibuktikan dengan makin banyaknya perusahaan-

perusahaan baru yang bermunculan di Indonesia, baik domestik maupun asing, karena pangsa pasar yang potensial ada di Indonesia.

Pasar modal dapat menjadi salah satu alternatif jitu dalam pengembangan pembangunan ekonomi di Indonesia. Keberadaannya yang semakin berkembang semakin membuktikan bahwa pasar modal semakin dibutuhkan sebagai bagian dari realisasi pemerintah dalam memenuhi kebutuhan masyarakat baik barang maupun jasa. Kebutuhan perusahaan dalam hal modal dapat terealisasi manakala perusahaan tersebut berkecimpung di pasar modal Indonesia (Sihombing, 2010).

Pasar modal memiliki posisi yang sangat penting dan vital dalam perkembangan perekonomian Indonesia. Kemajuan teknologi serta tingginya arus globalisasi membuat pasar modal Indonesia dapat menjadi *icon* pasar modal Asia Tenggara. Perkembangan pasar modal tersebut tidak akan dapat terealisasi apabila tidak ada dukungan dari pemerintah dan masyarakat bagi pasar modal Indonesia. Peran pemerintah dapat berupa menciptakan stabilitas politik dan hukum, stabilitas iklim investasi Indonesia, dan sebagai pelindung dalam pelaksanaan kegiatan ekonomi. Sementara masyarakat dapat berpartisipasi dengan menginvestasikan sahamnya di pasar modal (Sihombing, 2010).

Pasar modal sebagai institusi yang mempunyai tujuan untuk menunjang pelaksanaan pembangunan nasional mempunyai peran strategis sebagai salah satu sumber pembiayaan dunia usaha, sedangkan di sisi lain pasar modal juga merupakan wahana investasi bagi masyarakat termasuk pemodal menengah dan kecil. Oleh karena itu, pasar modal perlu didukung oleh infrastruktur yang memadai, kerangka hukum yang kokoh dan sikap profesional dari para pelaku pasar modal. (Azis, 2008; Manurung, 2005).

IHSG merupakan indikator yang mencakup pergerakan harga saham biasa dan harga saham preferen di BEI. Naik turunnya IHSG sangat bergantung kepada pergerakan harga saham di bursa. Apabila pergerakan harga saham secara umum

bagus dan naik, maka IHSG akan naik juga. Begitupun sebaliknya, bila pergerakan harga saham kurang bagus atau turun maka IHSG pun akan ikut turun. Fluktuasinya IHSG disebabkan oleh fluktuasinya harga saham dan fluktuasinya harga saham ini disebabkan salah satunya adalah karena pengukuran nilai saham itu sendiri yang hampir tidak pernah menggunakan indikator fundamental kinerja dan keuangan perusahaan itu sendiri (Aziz, 2008; Manurung, 2005).

Secara teori, ada beberapa teknik perhitungan harga wajar saham yaitu: *pertama, Par Value* yaitu harga saham didapat dari hasil pembagian total modal disetor dengan jumlah saham. *Kedua, Price to Book Value (PBV)* yaitu rasio perbandingan harga pasar saham dan nilai buku (keuangan perusahaan) per saham. *Ketiga, capital asset pricing model (CAPM)* yaitu menghitung nilai saham berdasarkan hubungan antara risiko dan *expected return* di kemudian hari. *Keempat, adalah P/E Ratio* yaitu menilai saham dengan membandingkan harga pasar saham (*market price*) dengan laba per saham. *Kelima, adalah discounted dividend model (DDM)* yaitu penilaian harga saham berdasarkan asumsi dividen di masa mendatang dan pertumbuhan perusahaan (Situmorang, 2010; Aziz, 2008; Ross, 2008; Raharjo, 2006; Bodie, 2006).

Dalam prakteknya, penentuan nilai saham di perdagangan bursa pada umumnya tidak berdasarkan teknik perhitungan di atas akan tetapi berdasarkan permainan orang-orang pintar pasar modal itu sendiri, sehingga tidak heran apabila terdapat pelanggaran-pelanggaran di pasar modal. Mereka bisa membuat harga saham naik dan turun sesuka hati dalam rentang waktu tertentu yang ujung-ujungnya dalam rangka membuat citra emiten tersebut baik atau bagus melalui pergerakan saham secara likuid (Azis, 2008).

Perubahan-perubahan dalam lingkungan regulasi menempatkan setiap krisis ke dalam sebuah konteks historis yang unik. Dalam banyak hal, ekses-ekses dalam pasar keuangan disebabkan oleh kegagalan pihak regulator dalam menerapkan kendali yang layak. Regulator perlu memahami inovasi sekarang secara lebih baik dan mereka seharusnya tidak membiarkan praktek-praktek yang

tidak mereka pahami sepenuhnya. Terdapat risiko-risiko sistemik yang perlu dikelola oleh pihak otoritas perundangan (Soros, 2008).

Ekses pasar keuangan tersebut terjadi di beberapa negara di mana indeks bursa mengalami penurunan tajam hingga memaksa beberapa otoritas menutup perdagangan dan melakukan *suspend*. Di Amerika Serikat sendiri, indeks Dow Jones sudah mulai menurun sejak pertengahan 2007. Pada tanggal 6 Oktober 2008, indeks tersebut menurun secara drastis, melewati level psikologis 10.000 untuk pertama kalinya sejak tahun 2004, yakni sebesar 9.955,50 poin dan terus menurun hingga menyentuh level 8.451,19 pada 10 Oktober 2008. Hal ini menimbulkan kepanikan pada pelaku pasar Amerika dan seluruh dunia, di mana mendorong Wall Street pada tanggal 24 Oktober 2008 untuk menghentikan semua transaksi *future* pada Dow Jones. Indeks ini mencapai titik rendahnya pada 20 November 2008, yakni pada poin 7.552,29, sebagaimana terlihat pada **Gambar 1.1** (Jagger, 2008).

Sebagai contoh negara yang melakukan tindakan *suspend* adalah negara Iceland, di mana aktivitas perdagangan bursa dihentikan selama tiga hari, yakni 9 Oktober 2008, 10 Oktober 2008 dan 13 Oktober 2008. Ketika dibuka kembali pada tanggal 14 Oktober 2008, indeks OMX Iceland mencapai angka 678,4, turun sebesar 77% dari angka 8 Oktober 2008, sebagaimana terlihat pada **Gambar 1.1** (sumber: http://wn.com/OMX_Iceland_15).

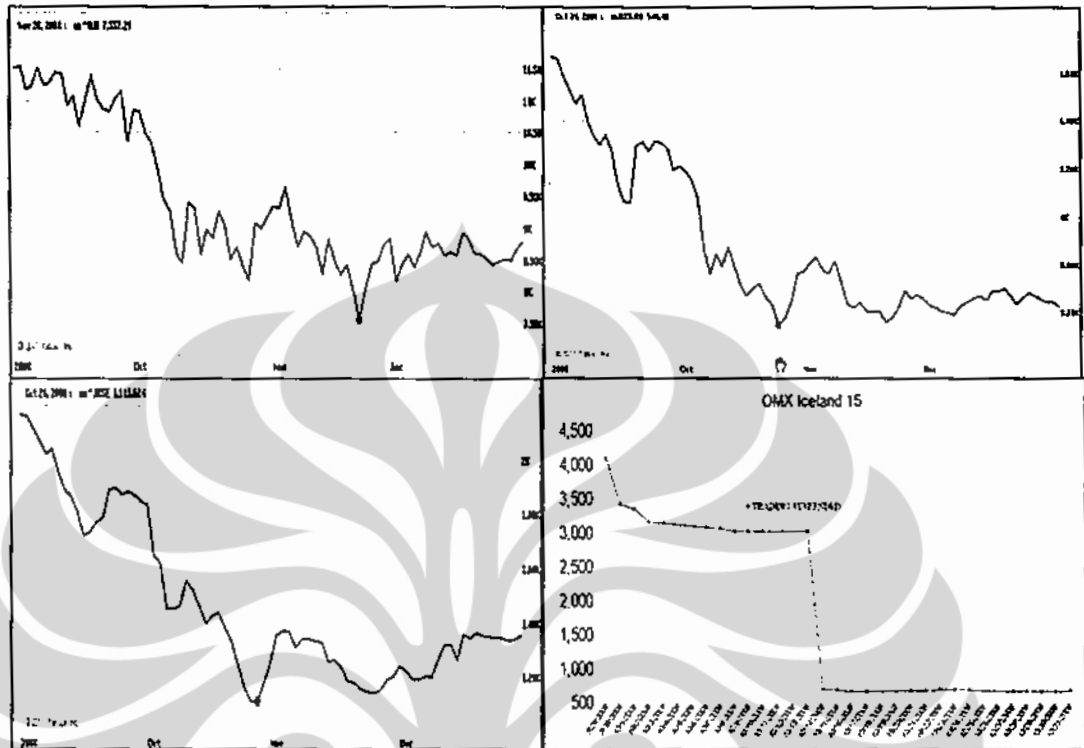
Rusia merupakan contoh lain dari negara yang melakukan tindakan *suspend* dan tindakan ini dilakukan lebih dari satu kali. Dimulai pada tanggal 16 September 2008 dan berlangsung selama tiga hari hingga 18 September 2008, di mana dua indeks Rusia, MICEX dan RTS, mengalami penurunan drastis dalam satu hari sehingga otoritas bursa memberlakukan *suspend*. Pada 6 Oktober 2008, kebijakan ini diberlakukan kembali setelah kedua indeks turun sebesar 18,6% untuk MICEX dan 19,1% untuk RTS, sebagaimana terlihat pada **Gambar 1.1** (Sumber: RIA Novosti, 2008).

Ekses pasar keuangan tersebut berdampak ke BEI, di mana indeks IHSG mengalami penurunan yang tajam. Pada tanggal 6 Oktober 2008 ke level 1.648,74 dari level 1.832,51 (26 September 2008). IHSG kemudian jatuh dalam dua hari berikutnya ke level 1.451,67 (8 Oktober 2008) sebelum akhirnya ditutup sementara (*suspend*) oleh BEI. Penurunan IHSG ini sendiri sebenarnya sudah berlangsung sejak awal tahun 2008, dan terjadi secara perlahan walaupun sempat menyentuh level tertinggi sepanjang sejarah pada tanggal 9 Januari 2008 di level 2.830,26. Hal ini dapat dilihat dalam Tabel 1.1, sebagai berikut:

Tabel 1. 1 Perubahan IHSG periode 6 Oktober 2008 – 9 Oktober 2008

Tanggal	IHSG	Perubahan	
		Poin	%
29/09/2008	1.832,51		
6/10/2008	1.648,74	(183,77)	(11,15)
7/10/2008	1.619,72	(29,02)	(1,79)
8/10/2008	1.451,67	(168,05)	(11,58)
9/10/2008	2.830,26	1.378,59	48,71

Sumber: Yahoo Finance, diakses 1 Oktober 2010, diolah



**Gambar 1. 1 Grafik Perubahan Indeks Bursa Dunia
Periode 1 September 2008 – 30 Desember 2008
(dari kiri atas searah jarum jam: Dow Jones, RTS, OMX Iceland 15, IHSG)**

Sumber: Yahoo Finance, diakses 1 Oktober 2010 dan http://wn.com/OMX_Iceland_15

Penurunan IHSG tersebut, mendorong pemerintah mengambil tindakan untuk mencegah penurunan harga yang lebih besar. Dalam hal ini, Nasution (2008) menyatakan bahwa tindakan yang dilakukan oleh pemerintah untuk mencegah penurunan IHSG tersebut, adalah:

- a. Melakukan penghentian sementara (*suspend*) atas kegiatan BEI
- b. Menerapkan *asymmetric auto rejection* yaitu pembatasan terhadap harga penawaran tertinggi atau terendah atas saham yang dimasukkan ke JATS di pasar reguler dan pasar tunai.
- c. Pemerintah meminta BUMN yang sudah menjual saham di BEI untuk melakukan *buyback* atau membeli sahamnya kembali.

Adapun tindakan yang dilakukan pemerintah melalui otoritas BEI berkaitan dengan *suspend* BEI didasarkan pada peraturan perdagangan efek melalui Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor: Kep-307/BEJ/12-2006 Tentang Perubahan/Penambahan Peraturan Nomor II-A Tentang Perdagangan Efek pada Bagian V menyatakan Dalam rangka menjaga terlaksananya perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien. Bursa dapat melakukan penghentian sementara pelaksanaan perdagangan efek di bursa, dalam hal:

- a. JATS dan atau JONES tidak berfungsi sebagaimana mestinya
- b. Atas permintaan tertulis dari KPEI sehubungan dengan tidak berfungsinya sistem kliring dan penjaminan KPEI
- c. Terjadi penurunan atau kenaikan harga-harga saham yang sangat tajam secara menyeluruh di Bursa
- d. Terjadinya *force majeure*.

Sedangkan tindakan yang dilakukan pemerintah melalui otoritas BEI berkaitan dengan *auto-rejection* didasarkan pada Surat Edaran No. SE-004/BEI.PSH/10-2008 tanggal 12 Oktober 2008 tentang Pembatasan Harga Penawaran Tertinggi atau Terendah atas Saham yang Dimasukkan ke dalam JATS (*Jakarta Automated Trading System*) di Pasar Reguler dan Pasar Tunai yang membatasi kenaikan dan penurunan harga saham maksimal setiap harinya adalah 10%. Aturan ini menggantikan Surat Edaran yang lama No. SE-009/BEK/12-2001 tanggal 3 Desember 2001 yang membatasi kenaikan dan penurunan harga saham dengan batasan 20%-50%.

Aturan mengenai *auto-rejection* ini kemudian diperbaharui lagi dengan ketentuan baru pada tanggal 30 Oktober 2008 berdasarkan Surat Edaran No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tentang Pembatasan Terhadap Harga Penawaran Tertinggi Atau Terendah Atas Saham Yang Dimasukkan ke JATS di Pasar Reguler dan Pasar Tunai dimana JATS akan melakukan penolakan secara otomatis terhadap harga penawaran jual atau penawaran beli apabila:

- a. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih kecil dari Rp50
- b. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 20% (dua puluh perseratus) di atas Acuan Harga atau lebih dari 10% (sepuluh perseratus) di bawah Acuan Harga.

Aturan baru ini menggantikan aturan lama berdasarkan Surat Edaran No. SE-004/BEI.PSH/10-2008 tanggal 12 Oktober 2008.

Pada tanggal 14 Januari 2009 BEI kembali mengeluarkan aturan baru mengenai *auto-rejection* melalui Surat Edaran No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 mengenai Pembatasan Terhadap Harga Penawaran Tertinggi atau Terendah Atas Saham Yang Dimasukkan ke JATS di Pasar Reguler dan Pasar Tunai (*Auto-rejection*).

Ketentuan baru ini menyatakan bahwa JATS akan melakukan penolakan secara otomatis (*auto-rejection*) terhadap harga penawaran jual atau penawaran beli saham di Pasar Reguler dan Pasar Tunai apabila :

- a. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih kecil dari Rp50
- b. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih dari 35% (tiga puluh lima per seratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk saham dengan rentang harga Rp50, sampai dengan dari Rp200
- c. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih dari 25% (dua puluh lima per seratus) di atas atau di bawah

Acuan Harga untuk saham dengan rentang harga lebih dari Rp200,- sampai dengan Rp5.000.

- d. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih dari 20% (dua puluh per seratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk saham dengan harga di atas Rp5.000.

Aturan baru ini menggantikan aturan lama berdasarkan Surat Edaran No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tanggal 30 Oktober 2008.

Penerbitan aturan tersebut diharapkan dapat mengendalikan IHSG dari efek krisis finansial global. Aturan mengenai *auto-rejection* ini juga diharapkan sebagai sarana untuk mencegah perbuatan-perbuatan manipulasi pasar dan penipuan yang bisa menyebabkan harga saham naik dan turun secara tajam. Bagi para investor dan emiten, ketentuan restriksi batasan harga ini, diharapkan akan melindungi nilai investasi dan saham mereka sendiri (Azis, 2008).

1.2. Perumusan Masalah

Permasalahan mengenai dampak atau efek *auto-rejection* inilah yang akan diangkat dalam penelitian ini, dimana dalam studi kali ini saham-saham yang dijadikan *sample* adalah seluruh saham yang diperdagangkan dalam BEI, yang berjumlah total 360 saham. Pertimbangan ini berdasarkan untuk mengetahui sektor-sektor saham mana sajakah yang paling terpengaruhi oleh kebijakan *auto-rejection* dan seberapa besar pengaruhnya.

Permasalahan yang akan diteliti pada tesis ini adalah :

- a. Apakah terdapat perubahan harga saham sebagai efek dari penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap I dan Tahap II di BEI, dalam masing-masing periode yaitu:
- Periode 1 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 2 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I

- Periode 3 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - Periode 4 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- b. Apakah terdapat perubahan volatilitas harga saham sebagai efek dari penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap I dan Tahap II di BEI, dalam masing-masing periode yaitu:
- Periode 1 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 2 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 3 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - Periode 4 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- c. Apakah terdapat pertumbuhan (*growth*) saham sebagai efek dari penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap I dan Tahap II di BEI, dalam masing-masing periode yaitu:
- Periode 1 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 2 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 3 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - Periode 4 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah dikemukakan di atas, penelitian ini bertujuan untuk:

- a. Mengetahui perubahan rata-rata harga saham sebagai efek dari penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap I dan Tahap II di BEI, dalam masing-masing periode yaitu:
- Periode 1 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 2 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 3 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - Periode 4 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II

- b. Mengetahui volatilitas harga saham sebagai efek dari penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap I dan Tahap II di BEI, dalam masing-masing periode yaitu:
- Periode 1 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 2 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 3 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - Periode 4 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- c. Mengetahui pertumbuhan (*growth*) saham sebagai efek dari penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap I dan Tahap II di BEI, dalam masing-masing periode yaitu:
- Periode 1 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 2 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 3 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - Periode 4 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II

1.4. Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup penelitian yang dilakukan antara lain sebagai berikut :

- a. Obyek penelitian ini sesuai dengan tujuan umum dan tujuan khusus yang telah dijelaskan pada butir terdahulu terfokus pada pengaruh penerapan aturan *auto-rejection* dalam dua tahapan yaitu Tahap I berdasarkan Surat Edaran No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tanggal 30 Oktober 2008 dan Tahap II Surat Edaran No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 tanggal 14 Januari 2009

- b. Saham-saham yang akan dijadikan obyek *sample* dalam penelitian ini adalah seluruh saham-saham yang diperdagangkan dalam BEI.

Tabel 1. 2 Daftar Cuplikan 360 Saham Listed di BEI

NO	KODE	NAMA EMITEN	SEKTOR
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Perkebunan
2	ABBA	Mahaka Media Tbk.	Media dan Percetakan
3	ABDA	Asuransi Bina Dana Arta Tbk	Asuransi
4	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	Perdagangan
5	ADES	Akasha Wira International Tbk	Manufaktur
6	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	Konstruksi
7	ADMF	Adira Dinamika Multi Finance	Keuangan
8	ADMG	Polychem Indonesia Tbk	Manufaktur
9	AGRO	Bank Agroniaga Tbk.	Bank
10	AHAP	Asuransi Harta Aman P Tbk	Asuransi
...
...
...
351	UNTX	Unitex Tbk.	Manufaktur
352	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Manufaktur
353	VOKS	Voksel Electric Tbk	Manufaktur
354	WAPO	Wahana Phonix Mandiri Tbk	Perdagangan
355	WEHA	Panorama Transportasi Tbk	Transportasi
356	WICO	Wicaksana Overseas Int l Tbk	Perdagangan
357	WIKA.	Wijaya Karya (Persero) Tbk	Konstruksi
358	WOMF	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk	Keuangan
359	YULE	Yulie Sekurindo Tbk	Keuangan Sekuritas
360	ZBRA	Zebra Nusantara Tbk	Transportasi

Sumber: BEI, 2009

- c. Periode penelitian dipilih pada periode 15 hari sebelum penerapan kebijakan *auto-rejection* dan 15 hari sesudah penerapan kebijakan *auto-rejection* untuk masing- masing tahap yaitu *auto-rejection* Tahap I dan Tahap II.

1.5. Kerangka Pemikiran

Dasar pemikiran dalam karya akhir ini adalah pengaruh penerapan kebijakan *auto-rejection* terhadap perubahan harga saham akan diselesaikan dengan teori-teori mengenai *compare means*.

1.6. Hipotesis Penelitian

Implementasi kebijakan *auto-rejection* berkontribusi dua hal terhadap gejala naik-turunnya harga saham, yaitu memberikan batasan harga dan memberikan waktu bagi pasar untuk bereaksi secara rasional ketika warna perdagangan bursa didominasi oleh rasa panik. Namun dikarenakan kebijakan ini membatasi terjadinya perubahan harga saham pada besaran tertentu, pasar akan memberikan reaksi *overreaction* yang tentunya akan mempengaruhi proses pembentukan harga saham itu sendiri (Kim dan Rhee, 1997).

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, dugaan atau jawaban sementara atas masalah-masalah yang akan diteliti adalah sebagai berikut:

- a. Dugaan adanya pengaruh penerapan kebijakan *auto-rejection* terhadap perubahan harga saham sesuai dengan tujuan dikeluarkannya Surat Edaran BEI No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tanggal 30 Oktober 2008 dan Surat Edaran No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 tanggal 14 Januari 2009 sebagai reaksi aktif regulator terhadap situasi pasar finansial global. Berdasarkan pemikiran tersebut maka hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_0 : Penerapan kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh terhadap perubahan harga saham.

H_1 : Penerapan kebijakan *auto-rejection* berpengaruh terhadap perubahan harga saham.

- b. Dugaan adanya pengaruh penerapan kebijakan *auto-rejection* terhadap volatilitas harga saham. Berdasarkan pemikiran tersebut maka hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_0 : Penerapan kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.

H_1 : Penerapan kebijakan *auto-rejection* berpengaruh terhadap volatilitas harga saham.

- c. Dugaan adanya pengaruh penerapan kebijakan *auto-rejection* terhadap pertumbuhan (*growth*) harga saham. Berdasarkan pemikiran tersebut maka hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_0 : Penerapan kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan (*growth*) harga saham.

H_1 : Penerapan kebijakan *auto-rejection* berpengaruh terhadap pertumbuhan (*growth*) harga saham.

1.7. Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat antara lain :

- a. Memberikan informasi kepada investor jenis-jenis saham mana saja yang terpengaruh oleh penerapan kebijakan *auto-rejection* dan yang tidak. Informasi ini akan berguna sebagai dasar pengambilan keputusan berinvestasi di mana saham yang terpengaruh oleh kebijakan *auto-rejection* dapat mengindikasikan bahwa saham tersebut memiliki risiko tinggi sehingga tentu saja akan dihindari oleh investor yang memiliki sifat *risk averse*.
- b. Memberikan informasi kepada regulator mengenai efektivitas penerapan kebijakan *auto-rejection* untuk meredam gejolak naik-turunnya harga saham.
- c. Sebagai bahan referensi untuk peneliti selanjutnya dan sebagai informasi pengetahuan reaksi pasar terhadap penerapan kebijakan *auto-rejection*.

1.8. Sistematika Pembahasan

Dalam penelitian ini dibagi kedalam lima bab pembahasan dengan sistematika pembahasan dan pokok-pokok bahasan pada masing-masing bab sebagai berikut :

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini berisi penjelasan mengenai latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, ruang lingkup penelitian, metode penelitian dan sistematika penulisan.

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini merupakan landasan teori yang menjelaskan tentang *auto-rejection*, konsep pemilihan saham-saham dan konsep pasar.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Bab ini menjelaskan tempat dan waktu penelitian, jenis dan sumber data, metode yang digunakan dan langkah-langkah pengolahan data.

Bab 4 Analisa dan Pembahasan

Bab ini berisi penjelasan mengenai interpretasi data, efek penerapan *auto-rejection* terhadap keseluruhan saham.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Memuat pernyataan-pernyataan kesimpulan dari hasil analisis dan pembahasan dari pembahasan efek penerapan kebijakan *auto-rejection* serta memberikan saran-saran berdasarkan hasil penelitian.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Struktur Pasar

Bidang pengetahuan mengenai mekanisme dan struktur pasar dikenal dengan nama *Market Microstructure* yang merupakan ilmu yang mempelajari proses dan hasil dari pertukaran asset berdasarkan ketentuan perdagangan yang berlaku. *Market Microstructure* melakukan analisis atas mekanisme perdagangan yang spesifik pada akhirnya mempengaruhi proses pembentukan harga. Mekanisme tersebut melibatkan pihak perantara seperti *broker* atau anggota bursa yang bertugas menerima dan menyampaikan *order* dari investor kepada pengelola bursa. Dalam pengaturan mekanisme pasar tersebut, unsur yang paling penting adalah pembentukan harga dan terjadinya transaksi antara pihak pembeli dan penjual. O'Hara (1997) berpendapat bahwa struktur pasar adalah peraturan perdagangan dan sistem perdagangan yang digunakan dalam suatu pasar. Perubahan struktur pasar akan mempengaruhi pelaku pasar, harga saham yang beredar maupun peran regulator.

Sementara itu, Ekaputra (2007) berpendapat bahwa mikrostruktur suatu bursa menentukan antara lain mekanisme perdagangan dan proses penyebaran informasi, sehingga pada akhirnya mempengaruhi dinamika dari intrasaham yang diperdagangkan.

Sedangkan, Fabozzi (2002) mengelompokkan struktur pasar berdasarkan pada kategori-kategori sebagai berikut:

- a. *Continuous Market* dimana harga ditentukan secara berkelanjutan sepanjang hari bursa sesuai dengan *order* dari *buyer* dan *seller*.

- b. *Call Market* dimana *order* dikumpulkan terlebih dahulu untuk kemudian dieksekusi secara simultan pada harga yang sama.
- c. *Mixed Market* merupakan kombinasi atau gabungan dari *continuous market* dan *call market*.

Penelitian lain oleh Bodie, Kane dan Marcus (2005) dan Ross (2008) mengklasifikasikan jenis pasar berbeda dengan O'Hara (1997) maupun Fabozzi (2002) dengan cara menggolongkan pasar berdasarkan efisiensinya atau ketersediaan informasi yaitu:

a. *The Weak Form*

Pada bentuk lemah, harga saham mencerminkan semua informasi yang dapat diturunkan dengan mengamati data perdagangan saham seperti harga historis masa lalu, volume perdagangan atau bunga jangka pendek. Data-dada ini sangat mudah dan murah untuk diperoleh.

b. *The Semi Strong Form*

Pada bentuk setengah kuat, dinyatakan bahwa semua informasi yang dipublikasikan yang berkenaan dengan prospek sebuah perusahaan harus sudah tercermin dalam harga sahamnya. Informasi-informasi tersebut meliputi data fundamental dari lini produk perusahaan, kualitas manajemen, komposisi neraca, hak atas paten, peramalan pendapatan dan praktek-praktek akuntansi, sebagai tambahan dari harga saham. Jika investor telah mengakses informasi yang dipublikasikan tersebut, maka dia dapat berharap bahwa informasi tersebut terrefleksikan dalam harga saham.

c. *The Strong Form*

Pada versi bentuk kuat, harga saham merefleksikan semua informasi yang relevan untk perusahaan, termasuk informasi yang tersedia hanya pada *insider* perusahaan.

2.2. Mekanisme Pasar

Apabila harga beli dan harga jual di pasar bertemu pada titik yang sama, maka pada saat itulah mekanisme di bursa terjadi. Terjadinya transaksi tersebut disebabkan adanya investor yang bersedia mengambil likuiditas dari pasar dan adanya investor yang bersedia menyediakan likuiditas.

Mekanisme pasar menurut Harris (2003) dibedakan menjadi empat jenis pasar, yaitu:

a. *Quote driven market (dealer market):*

Dalam mekanisme pasar ini, seorang *dealer* berperan di dalam setiap transaksi perdagangan. Setiap investor yang ingin bertransaksi harus bertransaksi melalui *dealer*. Investor, secara umum, dapat langsung berhubungan dengan *dealer*, tapi dapat juga melalui *broker* yang berfungsi sebagai agen bagi investor. Investor tidak dapat bertransaksi langsung di antara mereka tanpa kehadiran *dealer*. Sebaliknya, *dealer* dapat melakukan transaksi di antara mereka sendiri.

Pada pasar *dealer*, investor biasanya memilih *dealer* yang memberikan harga terbaik dan pelayanan yang terbaik. Sedangkan *dealer* akan bertransaksi dengan investor yang dapat dipercayai dan diyakini mampu memenuhi segala kewajibannya. Investor yang tidak memiliki hubungan kredit dengan *dealer* bertransaksi melalui *broker* yang menjamin pemenuhan kewajiban transaksi yang dilakukan investor.

Kebanyakan *dealer* akan berupaya untuk tidak bertransaksi dengan investor yang diyakini memiliki informasi yang kuat tentang harga saham pada masa yang akan datang karena dikhawatirkan akan sering mengalami kerugian apabila bertransaksi dengan investor yang memiliki informasi khusus tersebut (*well informed*).

Contoh dari *quote driven market* antara lain The Nasdaq Stock Market dan The London Stock Exchange.

b. *Order Driven Market*

Adalah pasar yang digerakkan oleh order, dimana pembeli dan penjual bertemu dan melakukan transaksi tanpa kehadiran dealer. Pasar order driven memiliki ketentuan perdagangan yang mengatur terjadinya transaksi perdagangan dimana diatur mengenai ketentuan investor yang dapat melakukan transaksi dan ketentuan yang mengatur mengenai harga transaksi. Kebanyakan order driven adalah pasar yang dilaksanakan dengan cara lelang, dimana para pembeli akan selalu berupaya untuk membeli dengan harga yang paling rendah dan penjual akan selalu berupaya untuk menjual dengan harga paling tinggi. Di pasar ini, investor dapat menyediakan likuiditas kepada pasar dan dapat juga berperan sebagai pengambil likuiditas.

Ketentuan perdagangan yang digunakan pada pasar yang digerakkan oleh order sangat penting karena dapat mempengaruhi perilaku investor dan mempengaruhi volume transaksi secara keseluruhan sehingga berpengaruh juga pada pendapatan pengelola bursa efek. Lelang yang dilakukan pada umumnya sudah dilakukan secara otomatis oleh komputer sehingga pihak pembeli dan penjual tidak dapat menentukan dan memilih dengan siapa ia akan bertransaksi

Contoh order driven market diantaranya adalah Bursa Efek Indonesia, Toronto's Torex, Stockholm Stock Exchange, Tokyo's Cores, Switzerland's SWX dan Hong Kong Stock Exchange.

c. *Brokered Markets:*

Pada brokered markets, broker secara aktif berupaya mempertemukan pembeli dengan penjual, diawali pada saat pelanggan meminta pelaksanaan transaksi

tertentu. Namun demikian broker dapat juga menginisiasi perdagangan dan mengusulkan transaksi perdagangan kepada pelanggannya.

Terdapat dua jenis trader yang aktif di brokered market yaitu conceal trader yang ingin melakukan perdagangan namun karena berbagai alasan mereka tidak menunjukkan minat transaksi mereka kepada publik. Mereka baru mau menawarkan likuiditas apabila ada broker yang menawarkan transaksi yang sesuai dengan keinginan mereka.

Trader berikutnya adalah latent traders, yang pada umumnya tidak mengetahui apakah mereka ingin melakukan transaksi hingga kemudian broker menawarkan transaksi yang menarik bagi mereka.

Broker yang baik akan dapat menemukan conceal traders dan latent traders. Broker biasanya hadir apabila barang yang diperdagangkan bersifat unik dan apabila dealer tidak menguasai persediaan. Pasar broker yang paling penting adalah untuk transaksi perdagangan dalam jumlah besar dan obligasi.

d. *Hybrid Markets:*

Hybrid Market merupakan gabungan karakteristik dari pasar quote-driven, order-driven dan brokered markets. Sebagai contoh adalah New York Stock Exchange (NYSE) yang pada dasarnya adalah order driven market, namun NYSE membutuhkan peranan specialist dealers untuk menyediakan likuiditas jika tidak tersedia likuiditas di pasar sehingga NYSE juga memiliki elemen quote driven market.

2.3. Krisis Keuangan 2008

Menurut Wignall dan Atkinson (2008), krisis keuangan yang terjadi pada abad modern ini disebabkan oleh dua hal: kebijakan ekonomi makro secara global yang mempengaruhi likuiditas dan *framework* regulator yang tidak efektif, tidak berperan sebagai garis pertahanan melainkan turut ikut serta menyebabkan krisis terjadi. Kebijakan-kebijakan yang dibuat mempengaruhi likuiditas sehingga menciptakan sebuah bendungan dengan level air yang sudah melebihi batas. Tingkat suku bunga sebesar satu sen di Amerika dan nol sen di Jepang, nilai tukar tetap yang diterapkan oleh Cina, besaran cadangan dana yang semakin meningkat di Sovereign Wealth Funds, membuat cadangan air likuiditas terus bertambah. Kelebihan kapasitas ini juga turut membawa *asset bubbles* dan *excess leverage*. Namun, dikarenakan adanya kesalahan konstruksi pada dinding bendungan, yang diibaratkan adalah sistem regulasinya, dimulai tahun 2004, air likuiditas semakin melimpah ke area-area yang lebih spesifik: *mortgage securitization* dan *off-balance sheet*. Tekanan sungguh besar hingga pada akhirnya bendungan tersebut pecah dan kerusakan yang terjadi sangat besar.

Krisis finansial yang terjadi pada tahun 2008 merupakan dampak dari inovasi produk derivatif (Boyer, 2009) khususnya adalah produk *subprime mortgage* yang berakibat timbulnya badai di bursa saham Amerika Serikat dan mengimbas pada bursa-bursa dunia lainnya.

Pengamat ekonomi ternama, Nouriel Rubini (2009) mengungkapkan bahwa krisis *subprime* ini adalah “krisis pertama dari globalisasi keuangan dan sekuritisasi”, sehingga apabila peminjam yang berisiko di AS mengalami *default* di pinjaman perumahannya, dampaknya dapat terasa bagi investor-investor di Eropa, Asia ataupun Australia yang membeli *Mortgage Backed Securities* (MBS) AS tersebut. Potensi risiko krisis *subprime* ini tidak hanya mengancam sebagian negara-negara maju yang memiliki keterkaitan langsung dengan pasar MBS. namun juga negara-negara berkembang sejalan maraknya aliran modal masuk ke

negara berkembang, baik sebagai konsekuensi dari *repricing of risk* produk-produk di pasar keuangan, *credit crunch* maupun dampak perlambatan pertumbuhan ekonomi AS.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Ariccia, Igan dan Laeven (2008) menyebutkan bahwa krisis *subprime mortgage* terjadi dikarenakan adanya penurunan standar dalam pemberian kredit rumah dan ketatnya peraturan mengenai pelunasan kredit, di mana hal ini tidak seimbang dengan pesatnya pasar kredit rumah. Terdapat empat faktor terkait dengan penurunan standar pemberian kredit. *Pertama*, bahwa standar pemberian kredit tersebut menurun seiring dengan meningkatnya pertumbuhan konsumen debitur. *Kedua*, bahwa industri perumahan semakin meningkat dan menjanjikan sehingga memberikan kesan pada kreditur bahwa debitur akan dapat membayar kembali pinjamannya. *Ketiga*, terkait dengan struktur pasar, bahwa bila suatu institusi yang besar dan agresif masuk pada area yang baru, pada standar pemberian kredit pada area tersebut akan turun. *Keempat*, gagalnya fungsi intermediasi, bahwa standar pemberian kredit turun pada area di mana para debitur menjual kembali portofolio kredit mereka kepada pihak ketiga.

Sementara itu Rotheli (2010) juga mengemukakan hal yang serupa dengan Ariccia, Igan dan Laeven (2008) terkait pada area penurunan standar pemberian kredit sebagai penyebab terjadinya *subprime mortgage*. Bank atau pihak kreditur memberikan banyak fasilitas kemudahan kredit rumah. Kondisi ini dikarenakan dua hal: *Pertama*, bahwa banyak manajemen dari bank tersebut merupakan *risk taker* dan *Kedua*, kompetisi antar bank saat itu mendorong semakin derasnya aliran dana pinjaman kepada debitur.

Namun Rotheli (2010) juga menambahkan faktor kedua sebagai penyebab terjadinya krisis *subprime mortgage*, yakni kegagalan sistem pasar keuangan, di mana peran sistem pasar keuangan telah bergeser dari sarana penyaluran produk investasi menjadi sumber dari kegagalan. Terdapat tiga hal pendukung kegagalan sistem pasar keuangan. *Pertama*, kurangnya kontrol dari pihak pemegang saham

terhadap kinerja dan transparansi bank yang dimilikinya. Hal ini dapat terkait dari adanya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham bank, di mana pihak pemegang saham biasanya tidak telalu ambil pusing mengenai risiko bisnis namun menginginkan perusahaan untuk dapat terus mencetak keuntungan dengan beban pengeluaran yang sedikit, seperti gaji karyawan yang kecil. Menghadapi situasi ini, pihak manajemen sering kali mencari proyek dengan tingkat risiko tinggi dengan harapan mendapatkan kompensasi yang setimpal pula walaupun pihak manajemen mengetahui bahwa proyek tersebut berisiko tinggi. Masih terkait dengan faktor pertama ini adalah tidak efektifnya penggunaan CAMELS dalam sistem perbankan sehingga pihak debitur dan kreditur tidak menyadari seberapa baik atau burukkah bank tersebut. Informasi mengenai CAMELS sendiri juga cenderung disembunyikan oleh pihak bank agar hal ini tidak bocor hingga ke debitur terlebih ke kompetitor, yakni bank lain.

Kedua, tidak efektifnya lembaga pemberi rating. Perubahan model bisnis lembaga pemberi *rating*, di mana kini mereka tidak hanya memberikan rating namun juga menyediakan jasa keuangan lainnya, semakin memperketat kompetisi antar lembaga pemberi *rating*. Didukung dengan tidak transparannya lembaga ini dalam metode pemberian *rating* mereka, semakin menyesatkan para debitur dan memberi kesan aman kepada para debitur.

Ketiga, munculnya produk-produk inovasi keuangan yang berisiko tinggi. Seperti misalnya Shiller (2008) mengusulkan bahwa para debitur dapat melindungi properti mereka atau rumah mereka dari harga yang semakin menurun dengan melakukan transaksi *future*. Spekulasi yang terjadi pada *future market* tidak akan membantu memperbaiki krisis yang tengah terjadi. Shiller (1993) juga menawarkan suatu program diversifikasi risiko internasional, yakni dengan menukarkan pendapatan finansial suatu negara dengan negara lain dalam bentuk kontrak. Program ini dimaksudkan sebagai suatu pengaman apabila terdapat krisis keuangan dalam negeri. Hal ini tentu saja berisiko, sebab: program pertukaran pendapatan ini dapat mengurangi anggaran tabungan negara dan tidak akan ada

satu negara pun yang mau mengirimkan sebagian dari pendapatan mereka apabila mereka terkena krisis.

Keempat, terkait dengan transparansi kinerja bank. Bahwa sejak tahun 1990an, banyak bank melakukan kegiatan yang tidak terlihat di *balance sheet* mereka, seperti transaksi derivatif. Kegiatan-kegiatan ini bila tidak didukung oleh pengendalian internal yang ketat dari pihak bank itu sendiri, maka akan menjadi bumerang bagi bank.

Krisis keuangan yang terjadi di suatu negara dapat berimbas kepada negara-negara lain dan ini disebut sebagai *contagious effect*. Studi mengenai hal ini dimulai pada akhir tahun 1990an, di mana Forbes dan Rigobon (2002) mendefinisikan *contagion* sebagai "*a significant increase in cross-market linkages after shock to one country (or group of countries)*" atau peningkatan signifikan (pada negara lain) yang terjadi pada hubungan antar pasar setelah terjadi krisis pada suatu negara. Korelasi pasar dikatakan tinggi bila "tidak terdapat *contagion*, hanya saling ketergantungan". Semenjak itu, banyak peneliti melakukan studi mengenai *contagion*, terutama menyangkut "*correlation breakdown*" (peningkatan signifikan secara statistik yang terjadi pada periode krisis).

Sebagai contoh King dan Wadhvani (1990) menemukan bukti adanya peningkatan korelasi terhadap *return* saham terkait krisis 1987. Calvo dan Reinhart (1996) juga melaporkan adanya korelasi ketika terjadi krisis Meksiko sedangkan Baig dan Goldfajn (1999) melaporkan adanya fenomena *contagion* ketika terjadi krisis Asia. Hon et al. (2007) melaporkan ketika terjadi kehancuran *technology bubble*, terdapat korelasi *contagion* antara Nasdaq dengan saham-saham asing.

Efek *contagion* dari krisis keuangan ini diteliti oleh Kenourgios, Samitas dan Paltalidis (2010). Penelitian tersebut mengkonfirmasi adanya efek *contagion* dari

krisis keuangan di suatu negara terhadap negara lain. *Conditional volatility equity*, menunjukkan terjadinya ketidakseimbangan informasi yang beredar, perubahan struktural pada pasar di saat bersamaan pasar-pasar mulai melepaskan diri satu sama lain, mengindikasikan tingginya kemungkinan pasar-pasar tersebut jatuh pada saat yang bersamaan ketika terjadi krisis. Bukti-bukti ini mengindikasikan bahwa kebijakan-kebijakan yang dibuat sebagai respon terhadap krisis tidak dapat menghentikan penyebaran efek krisis tersebut ke negara-negara lain, sebab hubungan dinamikanya hanya dapat dijelaskan melalui teori perilaku. Penjelasan yang masuk akal terhadap adanya efek *contagion* pada pasar global adalah adanya efek domino dari tindakan investor yang beralih dari pasar berkembang sejak terjadinya krisis pada akhir 1990an. Kenourgios, Samitas dan Paltalidis (2010) juga menyatakan bahwa pasar di negara berkembang lebih tinggi kemungkinannya mendapatkan efek *contagion*.

2.4. Perilaku Investor

Investor memiliki peranan tersendiri dalam krisis keuangan 2008 ini dan peran itu adalah menjadi kambing hitam, sebab dalam krisis biasanya investor terlibat dalam *short selling*. Menurut Gitman dan Joehnk (2005), *short selling* adalah penjual meminjam saham dari investor untuk kemudian dijual dengan harapan dapat menurunkan harga. Jika hal itu tercapai, penjual akan membeli kembali saham tersebut dengan harga murah dan mengembalikannya kepada investor untuk kemudian dihitung keuntungan yang didapatkan. Menurut SEC Concept Release (1990) manfaat dari *short selling* itu sendiri adalah *Pertama*, meningkatnya likuiditas dikarenakan jumlah penjual yang bertambah. *Kedua*, meningkatkan efisiensi pasar dengan menyediakan informasi dari sekuritas yang ada.

Walaupun memiliki banyak manfaat kegiatan ini dapat dengan mudahnya menurunkan harga suatu saham (Lamonica, 2008). Faktor ini didukung oleh adanya kesan penggunaan taktik penjualan yang ilegal membuat pelaku *short selling* dianggap perampok (Mackintosh, 2008). Stanley (2008) juga menyatakan bahwa *short selling* sering gagal sehingga seolah-olah investor tertipu.

Menurut Francis (2005) terdapat tiga situasi yang dapat menghasilkan saham yang *overvalued* sehingga menarik perhatian para pelaku *short selling*. *Pertama*, ketika pasar terlalu tinggi memprediksi pendapatan masa depan suatu perusahaan. *Kedua*, ketika pasar meremehkan risiko perusahaan. *Ketiga*, ketika harga pasar berada pada kondisi irrasional, seperti *bubble*.

Sepanjang krisis 2008, banyak pihak yang mendorong regulator untuk memperketat peraturan mengenai *short selling*. Pihak-pihak tersebut percaya tindakan *short selling* dapat menimbulkan kepanikan di mana para spekulator tidak hanya menciptakan kondisi pasar yang semakin jatuh namun juga bertaruh akan sampai sejauh mana kejatuhan tersebut tercipta (Stanley, 2008). Oleh karena itu, pada musim panas tahun 2008, SEC mengimplementasikan peraturan larangan praktik *short selling* untuk 799 perusahaan jasa keuangan dengan harapan untuk meningkatkan moral para investor di pasar (Lamonica, 2008).

Namun menurut Stanley (2008), pemberlakuan larangan ini memberikan dampak negatif secara tidak langsung, dimulai dari mengurangi rasa percaya diri para investor, sebab para investor yakin bahwa pelaku *short selling* dapat memberikan informasi perusahaan mana saja yang *over valued*, dengan dilarangnya kegiatan ini para investor merasa kehilangan informasi. *Kedua*, berkurangnya likuiditas. *Ketiga*, dengan dilarangnya praktik *short selling*, para investor tidak memiliki keyakinan lagi terhadap investasi jangka panjang. *Keempat*, dengan berkurangnya likuiditas, otomatis pasar malah lebih rentan terhadap volatilitas. Didukung dengan faktor para pelaku *short selling* adalah agen

pemberi informasi yang baik, dengan dilarangnya para agen ini, maka dapat dipastikan efisiensi pasar akan berkurang.

Menurut Stanley (2008) pemberlakuan peraturan larangan praktik *short selling* ini malah merupakan *panic effect* dari pihak regulator sebab SEC tidak dapat sepenuhnya membuktikan bahwa tindakan *short selling* dapat menyebabkan turunnya harga saham secara drastis dan tidak mencerminkan nilai yang sebenarnya dari saham tersebut. Pemberlakuan peraturan ini lebih dipandang sebagai *panic effect* dari pihak regulator sebagai respons dari situasi krisis yang dialami. Terlebih dengan sifat pemberlakuan peraturan yang sementara, ternyata tidak banyak membantu meredamkan jatuhnya pasar.

Salah satu perilaku investor yang diamati sepanjang krisis *subprime mortgage* antara lain adalah mengenai *overreaction*. *Overreaction* pertama kali dikenalkan oleh De Bondt dalam disertasi doktornya pada Cornell University (Amerika Serikat) tahun 1985 dengan judul *Does the Stock Market Overreact to New Information?* Kemudian, De Bondt dan Thaler menulis artikel yang diterbitkan *Journal of Finance* pada tahun 1986. Artikel berjudul *Does the Stock Market Overreact* merupakan tulisan klasik yang menjadi rujukan semua akademisi bila melakukan penelitian mengenai *overreaction*. (Manurung, 2005)

Overreaction memberikan konsep bahwa adanya suatu anomali pada periode tertentu karena saham yang memberikan tingkat pengembalian positif, dikenal dengan sebutan *Winner Portfolio*, pada periode sebelumnya menjadi negatif dan memberikan tingkat pengembalian negatif dan begitu pula sebaliknya, saham yang sebelumnya memberikan tingkat pengembalian negatif, dikenal dengan nama *Loser Portfolio*, pada periode sebelumnya, menjadi positif dan memberikan tingkat pengembalian positif. (De Bondt dan Thaler, 1985)

De Bondt dan Thaler (1985) memberikan penjelasan mengenai hipotesis tersebut yaitu fenomena *overreaction* tersebut terjadi karena informasi yang

masuk ke pasar diterima, ditanggapi, dinilai dan diberikan reaksi secara berlebihan oleh investor (*overweight*) untuk informasi yang sangat terbaru sedangkan untuk informasi yang lebih awal masuk ke pasar ditanggapi dengan penilaian yang sangat rendah (*underweight*). Reaksi investor tersebut dapat diperhatikan dari pergerakan harga di pasar terhadap adanya informasi yang masuk atau implikasi ekonomi atas terjadi sebuah peristiwa bear atau kecil positif dan secara serentak menjual sampai harga turun drastis atas informasi yang negatif. Penelitian yang dilakukan terhadap saham-saham di NYSE selama periode Januari 1926 sampai Desember 1982 tersebut menggunakan *market adjusted excess return* untuk pembuktian *overreaction* tersebut. Penelitian tersebut memberikan hasil sebagai berikut:

- a. Hipotesis *overreaction* dapat dibuktikan atau terjadi di pasar NYSE, yaitu saham *loser* memberikan kinerja yang lebih baik dari saham *winner*. Hasil penelitiannya menunjukkan harga saham *over react*, yaitu ekstrim *loser* telah sangat murah dan mengalami kenaikan kembali secara rata-rata setelah periode pembentukan, sedangkan ekstrim *winner* telah sangat mahal dan menghasilkan *return* lebih rendah. Uraian tersebut sesuai dengan *psycological theory*, yaitu saham *loser*, merupakan jenis perusahaan yang memiliki informasi negated dalam beberapa tahun terakhir dan kejadian ini disukai investor untuk diprediksi di masa mendatang, sehingga perusahaan tersebut menjadi *undervalued*, sedangkan saham *winner* merupakan perusahaan memiliki informasi positif dalam beberapa tahun terakhir, sehingga mendorong menjadi *overvalued*.
- b. Tiga puluh enam bulan setelah pembentukan portfolio, saham *loser* memperoleh *return* 25% lebih tinggi dari saham *winner* walaupun saham *loser* semakin berisiko.
- c. Adanya *excess return* positif dan berjumlah besar diperoleh saham *loser* pada bulan Januari.

Penelitian *overreaction* tersebut juga dilakukan oleh Boebel-Carson (2001) dengan menggunakan data pasar modal Australia dan Selandia Baru, oleh, di mana dalam penelitian tersebut tidak ditemukan *overreaction* di pasar Australia dan Selandia Baru.

Penelitian yang sama juga telah dilakukan di Indonesia oleh Sartono (2000). Dalam penelitian tersebut, tidak hanya diuji mengenai *overreaction* tapi juga termasuk hipotesis *uncertain information* dan *reverse anticipation puzzle* bersamaan. Ketiga hipotesis diuji untuk *event* positif dan negatif di BEJ periode 1995-1998 dengan tujuan untuk membuktikan apakah investor di pasar modal Indonesia rasional atau tidak. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa ada gejala *overreaction* di Indonesia terdapat pada portofolio saham besar dan portofolio saham kecil. *Event* positif portofolio saham besar menjadi respon negatif yang signifikan di mana ditemukan pada magnitud *event* kecil dan menengah. Untuk magnitudo besar *event* positif reaksi portofolio yaitu positif, berarti sejalan dengan hipotesis *uncertain information*. Pada portofolio saham kecil, hipotesis *overreaction* terjadi untuk *event* positif dengan magnitud kecil dan *event* negatif dengan magnitud besar. Hasil ini menunjukkan adanya gejala *overreaction*, *uncertain information* dan *reverse anticipation puzzle*, maka BEI tidak memenuhi hipotesis pasar efisien, terutama untuk efisiensi pasar bentuk lemah pada periode yang bersangkutan.

Soewandono (2004) juga melakukan penelitian *overreaction* untuk saham-saham bank di BEJ pada periode 2001-2003. Hasil yang diperoleh bahwa adanya *overreaction* tetapi tidak signifikan secara statistik. Priotomo (2004) juga melakukan penelitian mengenai *overreaction* untuk saham tekstil dan perdagangan besar dan eceran di BEJ pada periode 2001-2003. Hasil penelitian tersebut memberikan kesimpulan bahwa telah terjadi *overreaction* di BEJ tapi tidak signifikan secara statistik. Adinus (2004) juga melakukan penelitian *overreaction* pada saham-saham industri barang konsumsi di BEJ pada periode 2001-2003. Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan yang sama dengan hasil dua

penelitian sebelumnya yaitu adanya gejala *overreaction* tetapi tidak signifikan secara statistik. Manurung dan Permana (2005) juga melakukan penelitian *overreaction* terhadap saham yang termasuk dalam indeks LQ45 pada periode 2002-2005 di BEJ. Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa adanya gejala *overreaction* untuk periode observasi 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan tetapi tidak signifikan secara statistik untuk portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*.

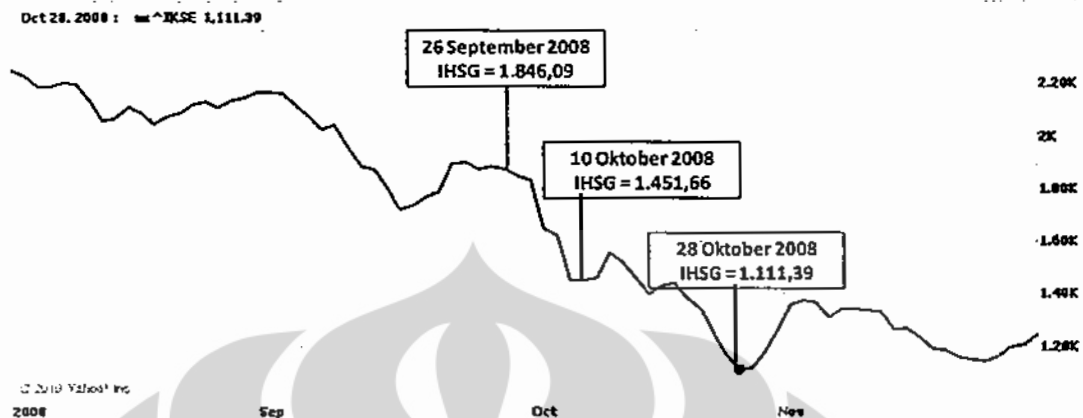
Terkait dengan krisis *subprime mortgage*, penelitian mengenai *overreaction* pada masa tersebut dilakukan oleh Emambocus dan Dhesi (2010) pada periode 2004-2009 di pasar modal Inggris. Penelitian dengan metode *event study* tersebut menghasilkan bahwa investor pada pasar modal Inggris mengalami kecenderungan untuk *over react* terhadap informasi yang tidak terduga dan dramatis, dalam hal ini berupa krisis *subprime mortgage*. Portofolio *loser* juga menghasilkan performa yang lebih baik dibandingkan portofolio *winner*, yang membuatnya sejalan dengan hipotesis *overreaction*, bahwa investor cenderung *overweight* terhadap informasi yang baru masuk ke dalam pasar dan *underweight* terhadap informasi yang terlebih dahulu masuk ke pasar. Bukti bahwa terjadinya *overreaction* pada Pasar Modal Inggris ini kemudian dapat memberikan gambaran seberapa besar rasa percaya investor terhadap pasar. Penelitian ini menunjukkan bahwa ketika perilaku *herding* menurun, level kepercayaan melonjak naik melebihi rata-rata.

Penelitian lain dilakukan oleh Yu dan Hsieh (2010) mengenai perilaku *attention-grabbing* investor selama periode Januari 2005 – Desember 2009 di Pasar Modal Taiwan. Istilah *attention-grabbing* pertama kali dikemukakan oleh Barber dan Odean (2008). Saham *attention-grabbing* didefinisikan sebagai saham yang menjadi berita, mengalami volume transaksi yang sangat abnormal dan memiliki tingkat pengembalian atau *return* yang sangat ekstrim dalam satu hari.

Penelitian-penelitian sebelumnya memberikan perbedaan antara investor institusi dengan investor individual. Investor institusi dipandang memiliki informasi lebih dibandingkan dengan investor individual, di mana jenis investor ini dianggap memiliki bias secara psikologi dan sering menjadi *noise trader*. (Kyle, 1985; Black, 1986). Barber dan Ordean (2008) juga mengkonfirmasi bahwa investor individual merupakan pembeli saham *attention-grabbing* sedangkan investor institusi kurang terpengaruh dengan jenis saham yang sama.

Yu dan Hsieh (2010) menemukan bahwa investor individual *attention-grabbing* hanya fokus kepada saham-saham dengan performa rendah pada hari sebelumnya. Berbanding terbalik dengan investor institusi yang fokus pada saham dengan performa baik. Penelitian ini melibatkan bahwa faktor-faktor yang menjadi *attention-grabbing* adalah tidak hanya saham-saham dengan *return* yang abnormal dalam satu hari namun juga saham-saham dengan volume transaksi yang sangat tinggi. Investor institusi lebih menitikberatkan pada besaran volume transaksi sedangkan investor individual lebih kepada *return* saham tersebut. Ditemukan bahwa sepanjang krisis *subprime mortgage*, yakni periode 2007-2009, baik investor individual dan investor institusi kurang terpengaruh oleh saham-saham yang *attention-grabbing*.

Untuk Indonesia sendiri, menurut Manurung (2008), dampak dari *subprime mortgage* ini dapat dilihat dari tanggal 26 September 2008 sampai 10 Oktober 2008 telah terjadi penurunan indeks bursa di hampir semua pasar. Apabila BEI tidak di-*suspend* dan ditutup selama dua hari indeks bursa akan merosot makin tajam.



**Gambar 2. 1 Perkembangan IHSG
Periode 1 Agustus 2008 – 28 November 2008**

Sumber: Yahoo Finance, diakses 19 November 2010

2.5. Bursa Efek Indonesia

Menurut Manurung (2005) BEI adalah sebuah pasar saham yang masih bayi dan sering disebut pasar yang masih sedang berkembang dibandingkan dengan pasar saham di negara-negara lain yang sedang berkembang. Hal ini terlihat dari transaksi perdagangannya yang masih kecil yang nilainya sekitar Rp. 290 miliar atau US\$ 130 juta pada Mei 2005.

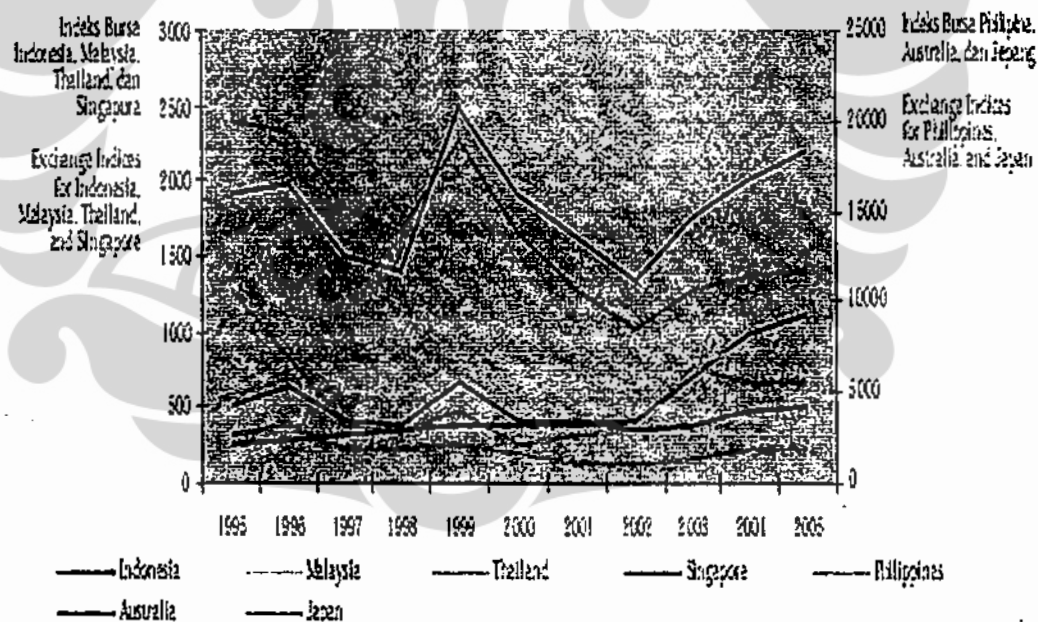
Pada perkembangan selanjutnya, pertumbuhan BEI menjadi semakin cepat. Semua indikator perdagangan seperti nilai, volume, frekuensi transaksi menunjukkan pertumbuhan yang luar biasa. Pada tahun 2008, rata-rata nilai transaksi telah mencapai angka di atas Rp 4,4 triliun per hari. Meskipun pada tahun 2009 terjadi krisis keuangan di Amerika Serikat yang mempengaruhi semua bursa di dunia tidak terkecuali Indonesia, akan tetapi rata-rata nilai transaksi perhari masih di atas angka Rp 4 triliun. Angka-angka tersebut meningkat luar biasa jika dibandingkan dengan awal-awal swastanisasi bursa efek atau sebelum diberlakukan otomasi perdagangan. Pada tahun 1994, rata-rata nilai transaksi hanya sebesar Rp 104 miliar per hari. Hal ini berarti dalam kurun waktu 15 tahun rata-rata nilai transaksi harian telah meningkat sebesar lebih kurang 4.000%. (BEI, 2010).

Tabel 2. 1 Perkembangan PT BEI Periode 1994 - 2009

Tahun	Rata-rata Transaksi Harian			Indeks Harga Saham Gabungan			Kapitalisasi	Jumlah
	Volume (Juta)	Nilai (Rp Miliar)	Frek. (Ribu X)	Tertinggi	Terendah	Akhir	Pasar (Rp Triliun)	Emiten
1994	21,6	104,0	1,5	612,888	447,040	469,640	104	217
1995	43,3	131,5	2,5	519,175	414,209	513,847	152	238
1996	118,6	304,1	7,1	637,432	512,478	637,432	215	253
1997	311,4	489,4	12,1	740,833	339,538	401,712	160	282
1998	366,9	433,6	14,2	554,107	256,634	398,038	176	288
1999	722,6	587,7	18,4	716,46	372,318	676,919	452	277
2000	562,9	513,7	19,2	703,483	404,115	416,321	260	287
2001	603,2	396,4	14,7	470,229	342,858	392,036	239	316
2002	698,8	492,9	12,6	551,607	337,475	424,945	168	331
2003	987,1	518,3	12,2	693,033	379,351	691,895	480	333
2004	1708,6	1024,9	15,5	1004,430	688,477	1000,233	680	331
2005	1653,8	1670,8	16,5	1192,203	994,770	1162,635	801	336
2006	1805,5	1841,8	19,9	1805,523	1171,709	1805,523	1.249	344
2007	4225,8	4288,9	48,2	2810,962	1678,044	2745,826	1.988	383
2008	3282,7	4435,5	55,9	2830,263	1111,390	1355,408	1.076	396
2009	6089,9	4046,2	87,0	2534,356	1256,109	2534,356	2.019	398

Sumber: BEI, 2010

Dibandingkan terhadap indeks bursa regional, perkembangan indeks BEI ini termasuk peningkatan yang positif dibandingkan dengan Malaysia, Thailand dan Filipina yang sama-sama terkena imbas krisis finansial 1997 - 1998.



Gambar 2. 2 Perkembangan Indeks Bursa Regional Periode 1995 - Juni 2005

Sumber: Bapepam, 2010

Dalam *website* resmi BEI *section* Sejarah BEI (www.idx.co.id/MainMenu/TentangBEI/History.aspx) dikemukakan bahwa secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC.

Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912 namun perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan. Bahkan pada beberapa periode, kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Pemerintah Republik Indonesia mengaktifkan kembali pasar modal pada tahun 1977 dan beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan seiring dengan berbagai insentif dan regulasi yang dikeluarkan pemerintah.

Secara singkat, tonggak perkembangan pasar modal di Indonesia dapat dilihat sebagai berikut:

- 14 Desember 1912 : Bursa Efek pertama di Indonesia dibentuk di Batavia oleh Pemerintah Hindia Belanda.
- 1914 – 1918 : Bursa Efek di Batavia ditutup selama Perang Dunia I
- 1925 – 1942 : Bursa Efek di Jakarta dibuka kembali bersama dengan Bursa Efek di Semarang dan Surabaya
- Awal tahun 1939 : Karena isu politik (Perang Dunia II) Bursa Efek di Semarang dan Surabaya ditutup.
- 1942 – 1952 : Bursa Efek di Jakarta ditutup kembali selama Perang Dunia II
- 1952 : Bursa Efek di Jakarta diaktifkan kembali dengan UU Darurat Pasar Modal 1952, yang dikeluarkan oleh Menteri kehakiman (Lukman Wiradinata) dan Menteri keuangan (Prof.DR. Sumitro Djojohadikusumo). Instrumen yang diperdagangkan: Obligasi Pemerintah RI (1950)

- 1956 : Program nasionalisasi perusahaan Belanda. Bursa Efek semakin tidak aktif.
- 1956 – 1977 : Perdagangan di Bursa Efek vakum.
- 10 Agustus 1977 : Bursa Efek diresmikan kembali oleh Presiden Soeharto. Bursa Efek Jakarta (BEJ) dijalankan di bawah BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal). Tanggal 10 Agustus diperingati sebagai HUT Pasar Modal. Pengaktifan kembali pasar modal ini juga ditandai dengan *go public* PT Semen Cibinong sebagai emiten pertama.
- 1977 – 1987 : Perdagangan di Bursa Efek sangat lesu. Jumlah emiten hingga 1987 baru mencapai 24 emiten. Masyarakat lebih memilih instrumen perbankan dibandingkan instrumen pasar modal.
- 1987 : Ditandai dengan hadirnya Paket Desember 1987 (PAKDES 87) yang memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan Penawaran Umum dan investor asing menanamkan modal di Indonesia.
- 1988 – 1990 : Paket deregulasi di bidang Perbankan dan Pasar Modal diluncurkan. Pintu BEJ terbuka untuk asing dan aktivitas bursa terlihat meningkat.
- 2 Juni 1988 : Bursa Paralel Indonesia (BPI) mulai beroperasi dan dikelola oleh Persatuan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE), sedangkan organisasinya terdiri dari *broker* dan *dealer*.
- Desember 1988 : Pemerintah mengeluarkan Paket Desember 88 (PAKDES 88) yang memberikan kemudahan perusahaan untuk *go public* dan beberapa kebijakan lain yang positif bagi pertumbuhan pasar modal.
- 16 Juni 1989 : Bursa Efek Surabaya (BES) mulai beroperasi dan dikelola oleh Perseroan Terbatas milik swasta yaitu PT Bursa Efek Surabaya.
- 13 Juli 1992 : Swastanisasi Bursa Efek Jakarta (BEJ). BAPEPAM berubah menjadi Badan Pengawas Pasar Modal. Tanggal ini kemudian diperingati sebagai HUT BEJ.
- 22 Mei 1995 : Sistem Otomasi perdagangan di BEJ dilaksanakan dengan sistem komputer JATS (*Jakarta Automated Trading Systems*).

- 10 November 1995 : Pemerintah mengeluarkan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Undang-Undang ini mulai diberlakukan mulai Januari 1996.
- 1995 : Bursa Paralel Indonesia *merger* dengan Bursa Efek Surabaya.
- 2000 : Sistem Perdagangan Tanpa Warkat (*scripless trading*) mulai diaplikasikan di pasar modal Indonesia.
- 2002 : BEJ mulai mengaplikasikan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*).
- 2007 : Penggabungan Bursa Efek Surabaya (BES) ke Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI).

Menurut Feldman dan Kumar (1995) bursa saham di Indonesia termasuk bursa yang mempunyai kategori *volatility* (daya gejolak) sedikit lebih kecil dibanding dengan bursa saham di negara-negara lain. Penelitian lain oleh Wang (2003) menyebutkan bahwa peningkatan volatilitas bursa saham Indonesia disebabkan oleh besarnya volume transaksi perdagangan antara investor luar negeri dengan pemain domestik.

Terkait dengan efisiensi pasar, Husnan (1991), Manurung (1994a), Affandi dan Utama (1998) menyimpulkan bahwa BEI belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat. Hermanto (1998) dan Jasmina (1999) melakukan penelitian yang serupa yang menghasilkan kesimpulan BEI juga tidak memenuhi bentuk pasar efisiensi lemah. Hasil penelitian Suha (2004) menyebutkan bahwa IHSG harian tidak bersifat acak dan juga berkorelasi antar waktu sehingga BEI disebutkan tidak memenuhi pasar efisien bentuk lemah. Hasil yang berbeda diperoleh dari penelitian Nelmidia, Nassir dan Hassan (2009) menyatakan bahwa BEI merupakan pasar efisien bentuk lemah.

2.6. JATS - NextG (Jakarta Automated Trading System Next Generation)

Pada tanggal 2 Maret 2009 pukul 09.30 WIB, Bursa Efek Indonesia (BEI) telah berhasil meluncurkan suatu sistem perdagangan baru yang dinamakan JATS-

NextG atau *Jakarta Automated Trading System Next Generation* berdasarkan *Press Release* BEJ PR : No-0006/BEI.SPR/03-2009 tanggal 2 Maret 2009.

Sistem baru ini diluncurkan dalam rangka mengantisipasi dan mendukung perkembangan Pasar Modal Indonesia ke depannya serta memberikan kemudahan dan efisiensi perdagangan di bursa, sehingga diharapkan dapat terus terjaga terselenggaranya perdagangan yang teratur, wajar dan efisien. JATS-NextG merupakan pengganti dari sistem *Jakarta Automated Trading System* (JATS) yang telah beroperasi sejak tahun 1995.

Berbagai *feature* yang terdapat pada JATS-NextG yaitu:

- a. Menyediakan satu fasilitas perdagangan terpadu (*multi products single platform*) termasuk *single operation*, *single price dissemination* dan *single market supervision*;
- b. Sinergi optimal antara *hardware* dengan *operating system Linux* dan *software* aplikasi;
- c. Terintegrasi dengan sistem pendukung yakni DataFeed, JATS-Remote Trading dan SMARTS (*Surveillance System*);
- d. *Load Balancing* dan *High Availability System*.
- e. Kapasitas mesin DRC yang setara dengan mesin utama.

JATS-NextG tersebut nantinya akan mampu menangani seluruh produk finansial (saham, obligasi dan derivatif) dalam satu *platform* dengan pengimplementasian secara bertahap. Saat ini diawali dengan implementasi perdagangan saham, dan selanjutnya produk derivatif serta obligasi yang diharapkan selesai dalam dua tahun berikutnya.

Dengan telah diimplementasikannya sistem baru tersebut, penyebaran informasi perdagangan dan pengawasan terhadap semua produk yang diperdagangkan di bursa dapat dilakukan secara terpadu. Kapasitas JATS-NextG dirancang mampu menampung 1.000.000 *order* dan 500.000 transaksi per hari, jauh lebih besar dibandingkan dengan sistem saat ini yang menampung 360.000 *order* dan 200.000 transaksi per hari. Pada hari pertama implementasi tercatat

87.215 *order* dan 33.204 transaksi telah diproses oleh JATS-NextG. Implementasi sistem JATS-NextG hari ini diharapkan dapat menjadi salah satu faktor penunjang BEI dalam mencapai visinya menjadi bursa kompetitif dengan kredibilitas tingkat dunia.

2.7. Auto-Rejection

Mekanisme *price limit movement* pertama kali diterapkan oleh New York Stock Exchange (sumber: www.nyse.com/press/circuit_breakers.html) sejak tahun 1989. Mekanisme ini diterapkan sebagai respon dari “*Black Monday Stock Market Crash*”. Terjadinya “*Black Monday Stock Market Crash*” di New York Stock Exchange (NYSE) pada tanggal 19 Oktober 1987, dimana indeks Dow Jones mengalami koreksi negatif sebesar 508 point, memberikan pelajaran bagi regulator pasar modal AS untuk segera merancang suatu mekanisme yang dapat meredam tingkat fluktuasi harga saham akibat perilaku-perilaku irasional. Krisis ini mendorong reformasi program di bidang *computerized trading* dan kompromi *budgeting* antara presiden dan Kongres dalam rangka meyakinkan dan menenangkan para investor (Metz, 1988).

Di berbagai belahan dunia, penerapan ketentuan *price limit movement* atau *auto-rejection* pada bursa saham masing – masing negara sangat bervariasi, diantaranya adalah sebagai berikut :

- Malaysia dengan Kuala Lumpur *Stock Exchange* menerapkan batasan *auto-rejection* sebesar 30 persen (www.klse.com.my)
- Thailand dengan *Stock Exchange of Thailand* menerapkan batasan *circuit breaker* atau *auto-rejection* sebagai berikut :

Circuit Breaker

Bersamaan dengan diterapkannya sistem *floor and ceiling trading limits*, SET juga akan memberlakukan sistem *circuit breaker* untuk menghindari gejolak atau volatilitas yang tidak biasa pada pasar, di mana hal ini dapat menimbulkan kepanikan untuk investor.

Fungsi *circuit breaker* adalah sebagai berikut:

Tahap pertama: jika indeks SET jatuh sebesar 10% dari harga penutupan hari sebelumnya, maka semua transaksi akan dihentikan selama 30 menit.

Tahap kedua: jika indeks SET jatuh sebesar 20% dari harga penutupan hari sebelumnya (misalnya terjadi penurunan kembali sebesar 10%), maka semua transaksi akan dihentikan selama satu jam.

Jika waktu perdagangan yang tersisa setelah pemberlakuan *circuit breaker* adalah 30 menit atau satu jam, maka semua transaksi akan dihentikan hingga waktu penutupan dan transaksi akan berjalan kembali untuk sesi berikutnya. (www.set.or.th)

- Korea Selatan dengan *Korea Stock Exchange* menerapkan batasan *auto-rejection* sebesar 12-15 persen (www.kse.or.kr)
- Yunani dengan *Athena Stock Exchange* menerapkan batasan *auto-rejection* sebesar 4-8 persen (www.ase.gr)
- Austria dengan *Vienna Stock Exchange* menerapkan batasan *auto-rejection* sebesar 5 persen (www.vienna-stock-exchange.com)
- Taiwan dengan *Taiwan Stock Exchange* menerapkan batasan *auto-rejection* sebesar 7 persen. (www.twse.com.tw)
- Republik Rakyat China dengan *Shanghai Stock Exchange* menerapkan batasan *auto-rejection* sebesar 10 persen (www.sse.com.cn)

Ketentuan dari masing-masing bursa ini dibuat atas pertimbangan karakteristik bursa dan pertimbangan eksposur risiko dari bursa tersebut. Hal ini yang membuat ketentuan "*price limit movement*" dari masing-masing bursa berbeda-beda.

Di bursa efek Indonesia (BEI) mekanisme ini dikenal dengan kebijakan *auto-rejection* yang diterapkan melalui sistem perdagangan JATS (*Jakarta Automated Trading System*) dimana pada tanggal 2 Maret 2009 disempurnakan menjadi

JATS NextG berdasarkan *Press Release* BEI PR:No-0006/BEI.SPR/03-2009. Sistem ini akan menolak secara otomatis (*auto-rejection*) harga penawaran beli (*bid*) dan jual (*offer*) diluar batas persentase yang ditetapkan oleh regulator yaitu BEI.

BEI menetapkan kebijakan *auto-rejection* secara bertahap dalam rangka mengantisipasi kondisi pasar dengan tahapan sebagai berikut :

1. Berdasarkan Surat Edaran No. SE-004/BEI.PSH/10-2008 tanggal 12 Oktober 2008 tentang Pembatasan Harga Penawaran Tertinggi atau Terendah atas Saham yang Dimasukkan ke JATS di Pasar Reguler dan Pasar Tunai dimana aturan ditetapkan ketentuan *auto-rejection* terhadap pergerakan harga saham dengan maksimal kenaikan dan penurunan setiap harinya adalah sebesar 10 %.
2. Berdasarkan Surat Edaran No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tanggal 30 Oktober 2008 tentang Pembatasan Terhadap Harga Penawaran Tertinggi Atau Terendah Atas Saham Yang Dimasukkan ke JATS di Pasar Reguler dan Pasar Tunai diatur ketentuan bahwa JATS akan melakukan penolakan secara otomatis terhadap harga penawaran jual atau penawaran beli apabila :
 - a) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih kecil dari Rp50
 - b) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 20% (dua puluh perseratus) di atas Acuan Harga atau lebih dari 10% (sepuluh perseratus) di bawah Acuan Harga.
3. Berdasarkan Surat Edaran No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 tanggal 14 Januari 2009 mengenai Pembatasan Terhadap Harga Penawaran Tertinggi atau Terendah Atas Saham Yang Dimasukkan ke JATS di Pasar Reguler dan Pasar Tunai (*Auto-Rejection*) diatur ketentuan bahwa JATS akan melakukan penolakan secara otomatis (*auto-rejection*) terhadap harga penawaran jual atau penawaran beli saham di Pasar Reguler dan Pasar Tunai apabila :
 - a) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih kecil dari Rp50
 - b) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih dari 35% (tiga puluh lima per seratus) di atas atau di bawah

Acuan Harga untuk saham dengan rentang harga Rp50 sampai dengan Rp200

- c) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih dari 25% (dua puluh lima per seratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk saham dengan rentang harga lebih dari Rp200 sampai dengan Rp5.000.
- d) Harga penawaran jual atau penawaran beli saham dimasukkan ke JATS tersebut lebih dari 20% (dua puluh per seratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk saham dengan harga di atas Rp. 5.000

2.8. Event Study

Event study adalah sebuah teknik penelitian untuk menilai pengaruh suatu peristiwa terhadap harga dari sekuritas milik perusahaan. (MacKinlay, 1997). *Event study* pertama kali dilakukan oleh James Dolley (1933) yang menguji efek harga dari *stock splits*. Selama bertahun-tahun banyak yang melakukan penelitian dengan metode *event study* dengan tingkat kesulitan yang bertambah.

Menurut MacKinlay (1997), secara umum, tahapan *event study* adalah sebagai berikut:

- a. Mendefinisikan peristiwa dan periode di mana peristiwa dan harga saham yang akan diteliti, terjadi atau disebut *event period*.
- b. Mendefinisikan kriteria-kriteria yang akan diterapkan kepada saham yang akan diteliti.
- c. Menghitung efek dari peristiwa tersebut dalam bentuk *abnormal return*.
- d. Menganalisis dan membuat kesimpulan dari penelitian.

Bodie, Kane dan Marcus (2005) mendeskripsikan *event study* sebagai teknik penelitian empiris di bidang keuangan yang memungkinkan seorang peneliti menilai dampak kejadian (*event*) tertentu pada harga saham perusahaan.

Menurut Damodaran (2002), terdapat lima langkah dalam *event study*, yang terdiri dari:

- a. Kejadian yang akan dipelajari harus diidentifikasi dengan jelas. Demikian juga dengan tanggal di mana kejadian tersebut juga harus ditetapkan dengan jelas.

Asumsi yang mendasarinya adalah bahwa waktu pengumuman kejadiandiketahui dengan tingkat kepastian yang wajar. Karena pasar bereaksi terhadap informasi kejadian daripada kejadian itu sendiri, maka *event study* fokus pada tanggal pengumuman kejadian.

- b. Data imbal hasil (*return*) di sekitar tanggal pengumuman untuk masing-masing perusahaan dicatat dan dikumpulkan.

Analisa perlu memutuskan apakah data yang dikumpulkan mingguan, harian atau dalam jangka waktu yang lebih dekat. Hal ini diperlukan untuk menentukan seberapa presisinya tanggal kejadian diketahui oleh pelaku pasar dan untuk menentukan seberapa cepat informasi direfleksikan dalam harga. Analisis juga perlu menentukan periode studi atau sering disebut sebagai *event window*. Periode ini meliputi periode imbal hasil sebelum dan setelah tanggal pengumuman.

- c. Dari data imbal hasil di sekitar tanggal pengumuman, dihitung *excess return* (dalam literatur lain sering disebut sebagai *abnormal return* atau *residual return*) untuk masing-masing perusahaan sampel. Hal ini dilakukan untuk menyesuaikan dengan performansi dan risiko pasar.
- d. *Excess return* kemudian dirata-ratakan terhadap semua perusahaan sampel demikian juga dengan *standard error*-nya.

- e. Melakukan estimasi statistik t untuk masing-masing periode. Tujuan melakukan statistik t adalah untuk menjawab apakah *excess return* di sekitar pengumuman tidak sama dengan nol.

Jika statistik t signifikan, maka kejadian yang diteliti memberikan dampak pada imbal hasil saham. *Excess return* yang positif atau negatif menentukan apakah dampaknya bersifat positif atau negatif.

Weston, Mitchel dan Mulherin (2004) kurang lebih juga menyampaikan hal yang sama mengenai metodologi *event study* ini.

Harvey (2004) mengatakan bahwa *event study* adalah sebuah studi statistik yang mempelajari pengaruh dari sebuah informasi terhadap harga pada suatu waktu tertentu. Sejalan dengan Harvey (2004), MacKinlay, McWilliams & Siegel (1997) berpendapat bahwa *event study* adalah suatu metode statistik untuk mengukur dampak dari *event on the value* suatu perusahaan, meliputi *merger* dan akuisisi, *earnings announcements*, *debt issue*, *equity issues*, reorganisasi perusahaan, keputusan investasi dan *corporate social responsibility*.

2.9. Penelitian Empiris Sebelumnya

Rahmasari (2009) telah melakukan penelitian mengenai efek *auto-rejection* pada saham non finansial (pertambangan) dan saham finansial (perbankan) yang tergabung dalam Kelompok Indeks BISNIS-27. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap II yaitu periode tiga dan empat secara umum tidak menimbulkan fluktuasi harga saham baik di sektor non finansial maupun sektor finansial untuk Kelompok Indeks BISNIS-27. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan tersebut cukup dapat meredam gejolak naik turunnya harga saham sesuai dengan tujuan regulator. Penerapan kebijakan penerapan *auto-rejection* Tahap II juga sudah diantisipasi oleh pasar sehingga pasar tidak mengalami gejolak yang tajam dibanding penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap I.

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

Dalam bab ini akan diuraikan tahapan dalam menganalisis pengaruh fenomena *auto-rejection* terhadap perubahan harga saham, volatilitas harga saham dan *growth* saham. Penelitian ini pada dasarnya menggunakan metode *event study*. Penelitian akan dilakukan dengan prosedur *compare mean* dan tahapan empiris *event study*.

3.1 Metodologi *Event Study*

3.1.1. Penentuan *Event* dan *Periode Event*

Event yang dipilih dalam penelitian ini adalah penerapan aturan *auto-rejection* yang dimaksudkan untuk menjaga stabilitas Indeks Harga Saham Gabungan dilaksanakan dalam beberapa tahapan, dan sebagaimana pembatasan masalah pada Bab I, maka penelitian ini hanya meliputi dua tahapan penerapan aturan *auto-rejection* yaitu :

- a. Tahap I berdasarkan Surat Edaran No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tanggal 30 Oktober 2008 terhadap harga saham.
- b. Tahap II berdasarkan Surat Edaran No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 tanggal 14 Januari 2009 terhadap harga saham.

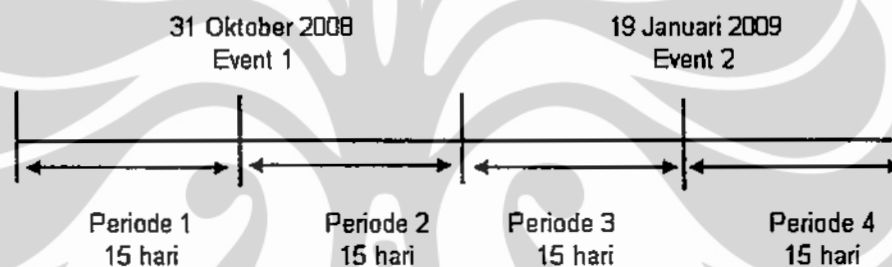
Masing-masing tahap penerapan *auto-rejection* tersebut kemudian dikelompokkan dalam beberapa periode sebagai berikut :

- Tahap I terdiri dari :
 - a. Periode 1 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - b. Periode 2 : Sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I

- Tahap II terdiri dari :
 - a. Periode 3 : Sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - b. Periode 4 : Sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

Dengan pembagian sampel menjadi dua tahapan penerapan, diharapkan dapat diketahui perubahan harga saham sebelum dan sesudah penerapan aturan *auto-rejection* pada masing-masing tahap tersebut.

Pengamatan atas penerapan aturan *auto-rejection* dapat digambarkan sesuai dengan diagram berikut:



Gambar 3. 1 Skema Waktu dalam *Event Study*

Keterangan gambar :

- Event 1 : Penerapan aturan *auto-rejection* Tahap I berdasarkan Surat Edaran BEI No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tanggal 30 Oktober 2008 dengan tanggal efektif penerapan 31 Oktober 2008
- Event 2 : Penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap II berdasarkan Surat Edaran BEI No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 tanggal 14 Januari 2009 dengan tanggal efektif penerapan 19 Januari 2009
- Periode 1 : Periode 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 2 : Periode 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 3 : Periode 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II

Periode 4 : Periode 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

3.1.2. Penentuan Perusahaan Yang Mendefinisikan *Event*

Saham yang dijadikan obyek penelitian terdiri dari seluruh saham-saham yang terdaftar dalam BEI sebagai berikut :

Tabel 3. 1 Daftar Cuplikan 360 Saham *Listed* di BEI

NO	KODE	NAMA EMITEN	SEKTOR
1	AALI	Astra Agro Lestari Tbk	Perkebunan
2	ABBA	Mahaka Media Tbk.	Media dan Percetakan
3	ABDA	Asuransi Bina Dana Arta Tbk	Asuransi
4	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk	Perdagangan
5	ADES	Akasha Wira International Tbk	Manufaktur
6	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	Konstruksi
7	ADMF	Adira Dinamika Multi Finance	Keuangan
8	ADMG	Polychem Indonesia Tbk	Manufaktur
9	AGRO	Bank Agroniaga Tbk.	Bank
10	AHAP	Asuransi Harta Aman P Tbk	Asuransi
...
...
...
351	UNTX	Unitex Tbk.	Manufaktur
352	UNVR	Unilever Indonesia Tbk	Manufaktur
353	VOKS	Voksel Electric Tbk	Manufaktur
354	WAPO	Wahana Phonix Mandiri Tbk	Perdagangan
355	WEHA	Panorama Transportasi Tbk	Transportasi
356	WICO	Wicaksana Overseas Int l Tbk	Perdagangan
357	WIKA.	Wijaya Karya (Persero) Tbk	Konstruksi
358	WOMF	Wahana Ottomitra Multiartha Tbk	Keuangan
359	YULE	Yulie Sekurindo Tbk	Keuangan Sekuritas
360	ZBRA	Zebra Nusantara Tbk	Transportasi

Sumber: BEI, 2009

Dari keseluruhan 360 saham tersebut, dilakukan pemilihan emiten (pemilihan sampel) dalam penelitian ini dengan mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut:

- Emiten tercatat di BEI, dalam hal ini sebanyak 360 saham.
- Saham sampel harus pernah diperdagangkan dalam periode sebelum dan sesudah penerapan kebijakan *auto-rejection*, baik *auto-rejection* pertama

maupun *auto-rejection* kedua. Jumlah saham yang termasuk kategori ini terdapat 150.

- c. Emiten tidak melakukan *corporate action* seperti *stock split*, saham bonus, dividen saham, dan *right issue* selama periode observasi, karena harga saham akan terpengaruh (distorsi) oleh *corporate action* tersebut. Jumlah saham yang termasuk kategori ini terdapat 62.
- d. Transaksi perdagangan yang diobservasi hanya transaksi di pasar reguler sedangkan pasar negosiasi dan pasar tunai tidak dimasukkan ke dalam sampel karena mekanisme perdagangan yang berbeda.

Dari jumlah keseluruhan 360 saham, hanya 62 saham yang memenuhi kriteria tersebut sebagaimana terdapat pada Lampiran I.

3.1.3. Pengumpulan Data

Sebelum tahap pengolahan data, dilakukan tahapan pengumpulan data sebagai berikut :

Indeks Harga Saham Individual dari masing – masing emiten.

Dengan periode pengamatan dalam penelitian ini 15 hari sebelum dan 15 hari sesudah *event* sesuai dengan butir pembahasan sebelumnya.

3.2 Tahap Metode Analisis / Pengolahan Data

Tahap ini terdiri dari pengolahan data saham individu dan data saham agregat, dimana data diolah dengan menggunakan program SPSS 15.

- Analisis data individu :
 1. Menghitung rata-rata harga saham (*Mean*) untuk setiap sampel saham individu pada periode sebagai berikut :
 - Periode 1 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I

- Periode 2 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 3 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- Periode 4 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

Rata-rata atau biasa disebut mean merupakan ukuran pemusatan data yang digunakan untuk mendeskripsikan karakteristik dari suatu matriks data. Secara umum, rata-rata dirumuskan sebagai berikut (Navidi, 2006) :

$$\begin{aligned} \text{Mean} = \bar{X} &= \frac{X_1 + X_2 + \dots + X_n}{n} \\ &= \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i \end{aligned}$$

2. Menghitung volatilitas harga saham (*Variance*) untuk masing-masing sampel saham pada periode sebagai berikut :

- Periode 1 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 2 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 3 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- Periode 4 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

Variansi (*variance*) merupakan salah satu ukuran sebaran yang paling sering digunakan dalam berbagai analisis statistika. Standar deviasi

merupakan akar kuadrat positif dari variansi. Secara umum, variansi dirumuskan sebagai berikut (Navidi, 2006) :

Jika kita memiliki n observasi yaitu X_1, X_2, \dots, X_n , dan diketahui \bar{X} adalah rata-rata sampel yang dimiliki, maka variansi dapat dihitung sebagai :

$$S^2 = \frac{(X_1 - \bar{X})^2 + (X_2 - \bar{X})^2 + \dots + (X_n - \bar{X})^2}{n-1}$$

$$= \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}$$

▪ Analisis Data Agregat :

1. Menghitung pertumbuhan harga saham (*Growth*) pada periode:

- Periode 1 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 2 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 3 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- Periode 4 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

2. Melakukan uji signifikansi pertumbuhan harga saham (*Growth*) pada periode:

- Periode 1 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 2 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I

- Periode 3 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- Periode 4 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

3.3 Tahapan Hasil Pengolahan Data

Setelah tahap pengolahan data diselesaikan maka tahap berikutnya adalah melakukan plotting hasil dalam bentuk tabel sehingga dapat dilakukan analisis.

3.4 Interpretasi

Interpretasi hasil penelitian dilakukan meliputi analisa saham individual maupun analisa secara agregat atas seluruh saham.

BAB 4

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hasil analisis pengaruh fenomena *auto-rejection* terhadap perubahan harga saham, volatilitas harga saham dan *growth* saham. Penelitian ini pada dasarnya menggunakan metode *event study*. Penelitian akan dilakukan dengan prosedur dan tahapan empiris *event study*. Hasil pengujian akan disajikan dalam bentuk tabel.

4.1. Analisis Saham Individu

Analisis saham individu akan dilakukan atas 62 saham emiten yang dijadikan sampel penelitian. Analisis ini meliputi :

1. Menghitung rata-rata harga saham (*Mean*) untuk setiap sampel saham individu pada periode sebagai berikut :
 - Periode 1 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 2 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I
 - Periode 3 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
 - Periode 4 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

2. Menghitung volatilitas harga saham (*Variance*) untuk masing- masing sampel saham pada periode sebagai berikut :

- Periode 1 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 2 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap I
- Periode 3 :
15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* Tahap II
- Periode 4 :
15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* Tahap II

4.1.1. Analisis Perhitungan Harga Rata-rata Saham

Adapun hipotesis yang diuji adalah:

H_0 : Tidak terdapat perbedaan harga rata-rata saham antara periode 1 dengan periode 2 atau antara periode 3 dengan periode 4.

H_1 : Terdapat perbedaan harga rata-rata saham antara periode 1 dengan periode 2 atau antara periode 3 dengan periode 4.

Pengujian dilakukan dengan metode *compare means t-test* pada perangkat SPSS 15 dengan hasil terangkum sebagai berikut:

Tabel 4. 1 Hasil Uji *t-test*

No	Sektor	Saham	Sig.1-2	Sig.3-4
1	Agrikultur, Perikanan dan Kehutanan	AALI	0,341	0,200
2		BISI	0,000	0,489
3		GZCO	0,260	0,816
4		LSIP	0,000	0,052
5		SGRO	0,965	0,001
6	Pangan Hewan	CPIN	0,000	0,000
7	Pertambangan	ANTM	0,150	0,150
8		ELSA	0,003	0,002
9		INCO	0,640	0,480
10		INDY	0,000	0,014
11		ITMG	0,119	0,000
12		MEDC	0,007	0,000
13		PGAS	0,017	0,017
14		PTBA	0,000	0,368
15		TINS	0,763	0,020
16	Konstruksi	ADHI	0,000	0,000
17		DEWA	0,295	0,644
18		TOTL	0,411	0,000
19		WIKA	0,377	0,000
20	Makanan dan Minuman	DAVO	0,002	0,088
21		INDF	0,000	0,532
22		TBLA	0,890	0,001
23	Rokok	GGRM	0,526	0,000
24	Kayu	BRPT	0,000	0,000
25	Kertas dan Produk terkait	INKP	0,110	0,057
26	Kimia dan Produk terkait	AKRA	0,000	0,135
27		LTLS	0,000	0,000
28	Semen	INTP	0,000	0,038
29		SMCB	0,870	0,000
30		SMGR	0,000	0,000
31	Metal dan Produk terkait	JPRS	0,000	0,000
32	Elektronik dan Peralatan	ASGR	0,780	0,001
33	Kantor	MTDL	0,004	0,001
34	Otomotif	ASII	0,171	0,205
35		GJTL	0,042	0,004
36		HEXA	0,870	0,000
37		UNTR	0,165	0,664
38	Farmasi	KLBF	0,008	0,001
39	Barang Konsumen	UNVR	0,008	0,606
40	Transportasi	BLTA	0,000	0,000

Tabel 4. 1 Hasil Uji *t-test* (lanjutan)

No	Sektor	Saham	Sig.1-2	Sig.3-4
41		MIRA	0,001	0,433
42		TMAS	0,711	0,282
43	Telekomunikasi	ISAT	0,317	0,042
44		TLKM	0,016	0,000
45	Pedagang Besar	TMPI	0,023	0,000
46	Perbankan	BBCA	0,087	0,000
47		BBKP	0,083	0,000
48		BBNI	0,024	0,518
49		BBRI	0,108	0,001
50		BDMN	0,198	0,000
51		BMRI	0,632	0,000
52		BNGA	0,605	0,000
53		BNII	0,009	0,000
54		PNBN	0,470	0,000
55	Asuransi	PNLF	0,283	0,000
56	Properti	CTRA	0,000	0,001
57		CTRP	0,068	0,492
58		CTRS	0,530	0,003
59		LPKR	0,001	0,500
60		SMRA	0,959	0,000
61	Media	MNCN	0,000	0,014
62	Lain-lain	JSMR	0,452	0,713

Hasil uji *t-test* ini menggunakan tingkat $\alpha = 5\%$, yang mengartikan bahwa pada $\alpha = 5\%$, H_0 diterima dan secara konsekuen menolak H_1 . Hal ini mengartikan bahwa pada $\alpha = 5\%$, tidak terdapat bukti signifikan bahwa terdapat perbedaan rata-rata harga saham antara periode.

1. Sektor Agrikultur, Perikanan dan Kehutanan

- a. Astra Agro Lestari Tbk (AALI): secara umum harga rata-rata saham AALI tidak mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,341 > 0,05. Begitu pula dari periode 3 ke periode 4. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,200 > 0,05.
- b. Bizi International Tbk (BISI): harga rata-rata saham BISI mengalami perubahan dari periode 1 ke periode 2, yang ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0 < 0,05. Hal sebaliknya terjadi pada periode 3 ke periode 4, di mana

tidak terdapat perubahan rata-rata harga saham ($F (Sig) = 0,489 > 0,05$). Hal ini dapat mengindikasikan bahwa pasar sudah terbiasa akan kebijakan *auto-rejection* yang kedua.

- c. Gozco Plantation Tbk (GZCO): harga rata-rata saham GZCO baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perbedaan. Hal ini ditunjukkan dari nilai masing-masing $F (Sig)$ yang lebih besar dari 0,05.
- d. PP London Sumatera Tbk (LSIP): nilai $F (Sig)$ untuk periode 1 ke periode 2 adalah lebih kecil dari 0,05 sehingga menunjukkan bahwa harga rata-rata saham LSIP dari periode 1 ke periode 2 mengalami perbedaan. Namun hal sebaliknya terjadi dari periode 3 ke periode 4, dikarenakan nilai $F (Sig) > 0,05$.
- e. Sampoerna Agro Tbk (SGRO): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan harga rata-rata saham ($F (Sig) = 0,965 > 0,05$). Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan harga rata-rata saham ($F (Sig) = 0,001 < 0,05$)

Dari hasil tersebut dapat dikatakan bahwa secara garis besar, saham sektor ini tidak mengalami perubahan harga rata-rata pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1. Hal yang sama juga terjadi pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa saham sektor ini tidak terdapat dipengaruhi oleh kebijakan *auto-rejection* dan kondisi krisis saat itu.

2. Sektor Pangan Hewan

Terdapat perbedaan rata-rata harga saham Charoen Pokphand Indonesia Tbk (CPIN) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, sehingga dapat dikatakan saham sektor ini dipengaruhi oleh kebijakan *auto-rejection*.

3. Sektor Pertambangan

- a. Aneka Tambang (Persero) Tbk (ANTM): tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

- b. Elnusa Tbk (ELSA): terdapat perbedaan rata-rata harga saham dari periode 1 ke periode 2, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,003 < 0,05$. Hal yang sama terjadi dari periode 3 ke periode 4, di mana nilai $F (Sig) = 0,002 < 0,05$.
- c. International Nickel Indonesia Tbk (INCO): tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- d. Indika Energy Tbk (INDY): terdapat perbedaan rata-rata harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 ($F (Sig) = 0 < 0,05$) maupun dari periode 3 ke periode 4 ($F (Sig) = 0,014 < 0,05$).
- e. Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham ($F (Sig) = 0,119 > 0,05$) namun dari periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan rata-rata harga saham ($F (Sig) = 0,014 < 0,05$).
- f. Medco Energi International Tbk (MEDC): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- g. Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk (PGAS): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- h. Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk (PTBA): dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham dikarenakan nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- i. Timah (Persero) Tbk (TINS): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham ($F (Sig) = 0,763 > 0,05$) namun dari periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan rata-rata harga saham ($F (Sig) = 0,020 < 0,05$).

Secara umum saham sektor ini mengalami perubahan harga rata-rata saham, baik pada periode penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 maupun tahap 2. Hal ini sejalan dengan kondisi pasar saat itu, di mana dinamika pasar modal di Indonesia sangat didorong oleh emiten pertambangan, sehingga bila terjadi perubahan kebijakan, maka saham sektor ini akan terpengaruh.

4. Sektor Konstruksi

- a. Adhi Karya (Persero) Tbk: baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham, dikarenakan nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$.
- b. Darma Henwa Tbk: baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- c. Total Bangun Persada Tbk (TOTL): tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham dari periode 1 ke periode 2 namun dikarenakan nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$ dari periode 3 ke periode 4, untuk kedua periode terakhir tersebut terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- d. Wijaya Karya (Persero) Tbk (WIKA): tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham dari periode 1 ke periode 2 namun dikarenakan nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$ dari periode 3 ke periode 4, untuk kedua periode terakhir tersebut terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas dapat disimpulkan bahwa saham sektor konstruksi dipengaruhi oleh kebijakan *auto-rejection* terutama pada tahap 1. Pada periode 3 ke periode 4, sebagian besar saham tidak mengalami perubahan rata-rata harga, di mana hal ini dapat mengindikasikan pasar yang telah terbiasa dengan kebijakan serta kebocoran informasi.

5. Sektor Makanan dan Minuman

- a. Davomas Abadi Tbk (DAVO): dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham, dilihat dari nilai $F (Sig) = 0,002 < 0,05$. Namun untuk periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham dikarenakan nilai $F (Sig) = 0,088 > 0,05$.
- b. Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF): dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham, dilihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$. Namun untuk periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham dikarenakan nilai $F (Sig) = 0,532 > 0,05$.
- c. Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA): perbedaan rata-rata harga saham hanya dijumpai dari periode 3 ke periode 4, di mana hal ini terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,001 < 0,05$.

Dari analisa di atas dapat disimpulkan bahwa saham sektor ini dipengaruhi oleh kebijakan *auto-rejection* terutama pada tahap 1. Pada periode 3 ke periode 4, sebagian besar saham tidak mengalami perubahan rata-rata harga, di mana hal ini dapat mengindikasikan pasar yang telah terbiasa dengan kebijakan serta kebocoran informasi.

6. Sektor Industri Rokok

Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham Gudang Garam Tbk (GGRM) namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas dapat disimpulkan bahwa saham sektor rokok tidak dipengaruhi oleh kebijakan *auto-rejection* terutama pada tahap 1 namun pada tahap 2. Hal ini dapat mengindikasikan bahwa pasar optimis pada saham ini di periode 3 dan 4.

7. Sektor Industri Kayu

Terdapat perbedaan rata-rata harga saham Barito Pacific Tbk (BRPT) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, sehingga dapat disimpulkan kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

8. Sektor Industri Kertas dan produk terkait

Tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (INKP) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

9. Sektor Industri Kimia dan produk terkait

- a. AKR Corporindo Tbk (AKRA): dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham terlihat dari nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

- b. Lautan Luas Tbk (LTLS): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

10. Sektor Industri Semen

- a. Indocement Tunggal Prakarsa Tbk (INTP): dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham terlihat dari nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- b. Holcim Indonesia Tbk (SMCB): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham Gudang Garam Tbk (GGRM) namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- c. Semen Gresik (Persero) Tbk: baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

11. Sektor Industri Metal dan produk terkait

Terdapat perbedaan rata-rata harga saham Jaya Pari Steel Tbk (JPRS) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, sehingga dapat disimpulkan kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

12. Sektor Elektronik dan Peralatan Kantor

- a. Astra Graphia Tbk (ASGR): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,001 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

- b. Metrodata Electronics Tbk (MTDL): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

13. Sektor Otomotif

- a. Astra International Tbk (ASII): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- b. Gajah Tunggal Tbk (GJTL): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,004 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- c. Hexindo Adiperkasa Tbk (HEXA): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- d. United Tractors Tbk (UNTR): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

14. Sektor Farmasi

Baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham Kalbe Farma Tbk (KLBF). Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

15. Sektor Barang Konsumen

Baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham Unilever Indonesia Tbk (UNVR).

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

16. Sektor Transportasi

- a. Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- b. Mitra Rajasa Tbk (MIRA): dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,001 < 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- c. Pelayaran Tempuran Emas Tbk (TMAS): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

17. Sektor Telekomunikasi

- a. INDOSAT Tbk (ISAT): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- b. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk (TLKM): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

18. Sektor Pedagang Besar

Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham AGIS Tbk (TMPI). Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

19. Sektor Perbankan

- a. Bank Central Asia Tbk (BBCA): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- b. Bank Bukopin Tbk (BBKP): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- c. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk (BBNI): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- d. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,001 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- e. Bank Danamon Tbk (BDMN): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- f. Bank Mandiri (Persero) Tbk (BMRI): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- g. Bank CIMB Niaga Tbk (BNGA): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- h. Bank International Indonesia Tbk (BNII): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- i. Bank Pan Indonesia Tbk (PNBN): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode

4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tahap 1 tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

20. Sektor Asuransi

Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham Panin Life Tbk (PNLF). Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tahap 1 tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

21. Sektor Properti

- a. Ciputra Development Tbk (CTRA): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- b. Ciputra Property Tbk (CTRP): baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- c. Ciputra Surya Tbk (CTRS): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,003 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- d. Lippo Karawaci Tbk (LPKR): dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,001 < 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham.
- e. Summarecon Agung Tbk (SMRA): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham namun dari periode 3 ke periode 4, terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$, maka terdapat perbedaan rata-rata harga saham.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

22. Sektor Media

Dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan rata-rata harga saham terlihat dari nilai $F (Sig) = 0,000 < 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham Media Nusantara Citra Tbk (MNCN). Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tahap 1 berpengaruh pada saham sektor ini. Tidak berpengaruhnya kebijakan *auto-rejection* tahap 2 mengindikasikan bahwa pasar telah terbiasa dengan kebijakan tersebut dan telah terjadi kebocoran informasi.

23. Sektor Lain-lain

Baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4, tidak terdapat perbedaan rata-rata harga saham Jasa Marga Tbk (JSMR). Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

4.1.2. Analisis Perhitungan Volatilitas Harga Saham

Adapun hipotesis yang diuji adalah:

- H_0 : Tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham antara periode 1 dengan periode 2 atau antara periode 3 dengan periode 4.
- H_1 : Terdapat perbedaan volatilitas harga saham antara periode 1 dengan periode 2 atau antara periode 3 dengan periode 4.

Pengujian dilakukan dengan metode *compare varaince one-way ANNOVA* pada perangkat SPSS 15 dengan hasil terangkum sebagai berikut:

Tabel 4. 2 Hasil Uji *F-Test*

No	Sektor	Saham	F1-2	Sig.1-2	F3-4	Sig.3-4
1	Agrikultur, Perikanan dan Kehutanan	AALI	14,362	0,001	3,032	0,093
2		BISI	0,098	0,756	3,281	0,081
3		GZCO	17,759	0,000	8,543	0,007
4		LSIP	11,596	0,002	1,293	0,265
5		SGRO	2,015	0,167	13,852	0,001
6	Pangan Hewan	CPIN	22,124	0,000	52,501	0,000
7	Pertambangan	ANTM	16,490	0,000	16,490	0,000
8		ELSA	1,647	0,210	3,678	0,065
9		INCO	23,690	0,000	25,067	0,000
10		INDY	0,036	0,850	25,014	0,000
11		ITMG	12,510	0,001	18,320	0,000
12		MEDC	6,152	0,019	40,585	0,000
13		PGAS	13,419	0,001	13,419	0,001
14		PTBA	35,000	0,700	14,862	0,001
15		TINS	0,281	0,600	14,457	0,001
16	Konstruksi	ADHI	28,152	0,000	29,680	0,000
17		DEWA	10,400	0,003	15,261	0,001
18		TOTL	16,504	0,000	4,570	0,410
19		WIKA	10,382	0,003	11,647	0,002
20	Makanan dan Minuman	DAVO	28,456	0,000	8,550	0,007
21		INDF	17,919	0,000	18,789	0,000
22		TBLA	7,958	0,009	11,632	0,002
23	Rokok	GGRM	12,329	0,002	15,496	0,000
24	Kayu	BRPT	30,008	0,000	13,396	0,001
25	Kertas dan Produk terkait	INKP	10,289	0,003	15,534	0,000
26	Kimia dan Produk terkait	AKRA	18,656	0,000	1,302	0,264
27		LTLS	0,506	0,483	0,424	0,520
28	Semen	INTP	31,764	0,000	16,422	0,000
29		SMCB	14,734	0,001	1,396	0,247
30		SMGR	8,244	0,008	15,539	0,000
31	Metal dan Produk terkait	JPRS	12,017	0,002	12,258	0,002
32	Elektronik dan Peralatan	ASGR	6,378	0,170	7,739	0,100
33	Kantor	MTDL	2,338	0,137	0,177	0,677
34	Otomotif	ASII	9,114	0,005	13,927	0,001
35		GJTL	0,398	0,533	0,675	0,418
36		HEXA	16,206	0,000	0,140	0,711
37		UNTR	23,062	0,000	29,418	0,000
38	Farmasi	KLBF	0,602	0,444	13,396	0,001
39	Barang Konsumen	UNVR	25,790	0,000	0,137	0,714
40	Transportasi	BLTA	1,095	0,304	16,187	0,000

Tabel 4. 2 Hasil Uji *F-Test* (lanjutan)

No	Sektor	Saham	F1-2	Sig.1-2	F3-4	Sig.3-4
41		MIRA	0,719	0,404	1,344	0,256
42		TMAS	19,535	0,000	1,941	0,175
43	Telekomunikasi	ISAT	0,040	0,842	5,315	0,029
44		TLKM	15,793	0,000	0,380	0,543
45	Pedagang Besar	TMPI	17,073	0,000	6,082	0,200
46	Perbankan	BBCA	10,894	0,003	15,292	0,001
47		BBKP	3,378	0,077	5,721	0,024
48		BBNI	2,203	0,149	8,591	0,007
49		BBRI	3,210	0,084	0,527	0,474
50		BDMN	8,045	0,008	1,191	0,284
51		BMRI	8,654	0,006	6,200	0,019
52		BNGA	4,734	0,038	14,709	0,001
53		BNII	0,158	0,694	0,871	0,359
54		PNBN	1,682	0,205	0,776	0,386
55		Asuransi	PNLF	1,743	0,197	3,942
56	Properti	CTRA	9,335	0,005	13,192	0,001
57		CTRP	3,522	0,071	22,276	0,000
58		CTRS	4,598	0,041	5,042	0,033
59		LPKR	0,526	0,474	17,709	0,000
60		SMRA	0,000	0,994	9,606	0,004
61	Media	MNCN	9,393	0,005	102,460	0,000
62	Lain-lain	JSMR	3,014	0,094	28,552	0,000

Hasil uji *F-test* ini menggunakan tingkat $\alpha = 5\%$, yang mengartikan bahwa pada $\alpha = 5\%$, H_0 diterima dan secara konsekuen menolak H_1 . Hal ini mengartikan bahwa pada $\alpha = 5\%$, tidak terdapat bukti signifikan bahwa terdapat perbedaan rata-rata harga saham antara periode.

1. Sektor Agrikultur, Perikanan dan Kehutanan

- a. Astra Agro Lestari Tbk (AALI): volatilitas harga saham AALI mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil *F* (*Sig*) = 0,001 < 0,05. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil *F* (*Sig*) = 0,093 > 0,05.
- b. Bizi International Tbk (BISI): volatilitas harga saham BISI baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan.

- c. Gozco Plantation Tbk (GZCO): volatilitas harga saham GZCO baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4 mengalami perbedaan. Hal ini ditunjukkan dari nilai masing-masing F (Sig) yang lebih besar dari 0,05.
- d. PP London Sumatera Tbk (LSIP): volatilitas harga saham LSIP mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,002 > 0,05. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,265 > 0,05.
- e. Sampoerna Agro Tbk (SGRO): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham (F (Sig) = 0,167 > 0,05). Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas harga saham (F (Sig) = 0,001 < 0,05).

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* tahap 1 berpengaruh pada saham sektor ini. Pada implementasi kebijakan *auto-rejection* tahap 2 yang tidak berpengaruh pada volatilitas saham, mengindikasikan bahwa pasar telah terbiasa dengan kebijakan tersebut.

2. Sektor Pangan Hewan

Terdapat perbedaan volatilitas harga saham Charoen Pokphand Indonesia Tbk (CPIN) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

3. Sektor Pertambangan

- a. Aneka Tambang (Persero) Tbk (ANTM): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Elnusa Tbk (ELSA): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- c. International Nickel Indonesia Tbk (INCO): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

- d. Indika Energy Tbk (INDY): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham ($F(Sig) = 0,850 > 0,05$). Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas harga saham ($F(Sig) = 0,000 < 0,05$).
- e. Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- f. Medco Energi International Tbk (MEDC): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- g. Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk (PGAS): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- h. Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk (PTBA): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham ($F(Sig) = 0,700 > 0,05$). Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas harga saham ($F(Sig) = 0,001 < 0,05$).
- i. Timah (Persero) Tbk (TINS): dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham ($F(Sig) = 0,600 > 0,05$). Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas harga saham ($F(Sig) = 0,001 < 0,05$).

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *auto-rejection* secara umum berpengaruh pada saham sektor ini.

4. Sektor Konstruksi

- a. Adhi Karya (Persero) Tbk: terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Dharma Henwa Tbk: terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- c. Total Bangun Persada Tbk (TOTL): volatilitas harga saham mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F(Sig) = 0,000 > 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F(Sig) = 0,410 > 0,05$.

- d. Wijaya Karya (Persero) Tbk (WIKA): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

5. Sektor Makanan dan Minuman

- a. Davomas Abadi Tbk (DAVO): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- c. Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

6. Sektor Industri Rokok

Dari periode 1 ke periode 2 terdapat perbedaan volatilitas harga saham Gudang Garam Tbk (GGRM) dan juga dari periode 3 ke periode 4. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

7. Sektor Industri Kayu

Terdapat perbedaan volatilitas harga saham Barito Pacific Tbk (BRPT) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

8. Sektor Industri Kertas dan produk terkait

Terdapat perbedaan volatilitas harga saham Indah Kiat Pulp & Paper Tbk (INKP) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

9. Sektor Industri Kimia dan produk terkait

- a. AKR Corporindo Tbk (AKRA): volatilitas harga saham mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,000 > 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,264 > 0,05$.
- b. Lautan Luas Tbk (LTLS): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

10. Sektor Industri Semen

- a. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (INTP): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Holcim Indonesia Tbk (SMCB): volatilitas harga saham mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,001 > 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,247 > 0,05$.
- c. Semen Gresik (Persero) Tbk: terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

11. Sektor Industri Metal dan produk terkait

Terdapat perbedaan volatilitas harga saham Jaya Pari Steel Tbk (JPRS) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

12. Sektor Elektronik dan Peralatan Kantor

- a. Astra Graphia Tbk (ASGR): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Metrodata Electronics Tbk (MTDL): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

13. Sektor Otomotif

- a. Astra International Tbk (ASII): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Gajah Tunggal Tbk (GJTL): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- c. Hexindo Adiperkasa Tbk (HEXA): volatilitas harga saham mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,000 > 0,05. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,711 > 0,05.
- d. United Tractors Tbk (UNTR): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

14. Sektor Farmasi

Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham Kalbe Farma Tbk (KLBF) ($F(Sig) = 0,602 > 0,05$). Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F(Sig) = 0,001 < 0,05$). Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

15. Sektor Barang Konsumen

Volatilitas harga saham Unilever Indonesia Tbk (UNVR) mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F(Sig) = 0,000 > 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F(Sig) = 0,714 > 0,05$. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tahap 1 berpengaruh pada saham sektor ini.

16. Sektor Transportasi

- a. Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham. Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F(Sig) = 0,000 < 0,05$).
- b. Mitra Rajasa Tbk (MIRA): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- c. Pelayaran Tempuran Emas Tbk (TMAS): volatilitas harga saham mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F(Sig) = 0,000 > 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F(Sig) = 0,175 > 0,05$.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

17. Sektor Telekomunikasi

- a. INDOSAT Tbk (ISAT): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham. Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F (Sig) = 0,029 < 0,05$).
- b. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk (TLKM): volatilitas harga saham mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,000 > 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,543 > 0,05$.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

18. Sektor Pedagang Besar

Volatilitas harga saham AGIS Tbk (TMPI) mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,000 > 0,05$. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil $F (Sig) = 0,200 > 0,05$. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* berpengaruh pada saham sektor ini.

19. Sektor Perbankan

- a. Bank Central Asia Tbk (BBCA): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Bank Bukopin Tbk (BBKP): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham. Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F (Sig) = 0,024 < 0,05$).
- c. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk (BBNI): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham. Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F (Sig) = 0,007 < 0,05$).
- d. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk (BBRI): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

- e. Bank Danamon Tbk (BDMN): Volatilitas harga saham mengalami perbedaan dari periode 1 ke periode 2. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,008 > 0,05. Namun dari periode 3 ke periode 4 tidak mengalami perubahan. Hal ini ditunjukkan dari hasil F (Sig) = 0,284 > 0,05.
- f. Bank Mandiri (Persero) Tbk (BMRI): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- g. Bank CIMB Niaga Tbk (BNGA): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- h. Bank International Indonesia Tbk (BNII): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- i. Bank Pan Indonesia Tbk (PNBN): tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tahap 1 tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

20. Sektor Asuransi

Tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham Panin Life Tbk (PNLF) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

21. Sektor Properti

- a. Ciputra Development Tbk (CTRA): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.
- b. Ciputra Property Tbk (CTRP): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham. Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham (F (Sig) = 0,000 < 0,05).
- c. Ciputra Surya Tbk (CTRS): terdapat perbedaan volatilitas harga saham baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4.

- d. Lippo Karawaci Tbk (LPKR): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham. Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F (Sig) = 0,000 < 0,05$).
- e. Summarecon Agung Tbk (SMRA): Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham. Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F (Sig) = 0,000 < 0,05$).

Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

22. Sektor Media

Terdapat perbedaan volatilitas harga saham Media Nusantara Citra Tbk (MNCN) baik dari periode 1 ke periode 2 maupun dari periode 3 ke periode 4. Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

23. Sektor Lain-lain

Dari periode 1 ke periode 2 tidak terdapat perbedaan volatilitas harga saham Jasa Marga Tbk (JSMR). Sedangkan untuk periode 3 ke periode 4 terdapat perbedaan volatilitas saham ($F (Sig) = 0,000 < 0,05$). Dari analisa di atas, dapat disimpulkan bahwa secara umum kebijakan *auto-rejection* tidak berpengaruh pada saham sektor ini.

4.2. Analisa Pertumbuhan Saham Agregat

Pengolahan data diawali dengan menghitung pertumbuhan atau *growth* saham secara individu untuk kemudian dihitung secara agregat. Hasil perhitungan terdapat pada tabel berikut:

Tabel 4. 3 Pertumbuhan Saham

No	Sektor	Koefisien			
		Periode 1	Periode 2	Periode 3	Periode 4
1	Agrikultur, Perikanan dan Kehutanan	-23,900	-34,934	27,046	54,372
2	Pangan Hewan	-21,018	-78,300	51,450	134,817
3	Pertambangan	-17,551	-33,573	39,886	8,157
4	Konstruksi	-18,407	-53,102	-0,284	-24,965
5	Makanan dan Minuman	-23,053	-60,796	28,166	-42,802
6	Rokok	-22,800	-54,814	75,560	41,000
7	Kayu	-19,252	-22,738	-27,450	19,214
8	Kertas dan Produk terkait	-17,088	-5,688	35,846	130,152
9	Kimia dan Produk terkait	-27,106	-45,547	54,709	-67,067
10	Semen	-1,922	-57,190	-1,706	-6,129
11	Metal dan Produk terkait	-23,793	-43,414	-46,902	-174,988
12	Elektronik dan Peralatan Kantor	-35,550	-71,986	-9,672	3,677
13	Otomotif	-18,363	-33,815	5,090	-32,296
14	Farmasi	-30,018	-20,794	45,720	25,874
15	Barang Konsumen	-33,532	-45,036	73,262	-45,625
16	Transportasi	-37,141	-48,662	-65,740	-56,827
17	Telekomunikasi	-5,965	-20,925	-2,464	33,215
18	Pedagang Besar	-16,001	-31,932	-47,976	-66,109
19	Perbankan	-20,236	-41,490	25,243	-40,190
20	Asuransi	-20,752	-27,666	-84,861	-74,804
21	Properti	-46,652	-15,796	39,527	-9,896
22	Media	-53,567	-18,855	-42,005	5,535
23	Lain-lain	-30,350	-61,271	66,417	131,710

1. Sektor Agrikultur, Perikanan dan Kehutanan

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 23,9% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 34,93% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 27,05% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 54,37% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

2. Sektor Pangan Hewan

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 21,02% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 78,3% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 51,45% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 134,8% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

3. Sektor Pertambangan

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 17,55% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 33,57% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 39,88% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 8,16% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

4. Sektor Konstruksi

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 18,4% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 53,1% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 0,28% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 24,96% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

5. Sektor Makanan dan Minuman

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 23,05% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 60,79% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 28,16% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 42,8% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

6. Sektor Industri Rokok

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 22,8% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 54,8% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 75,6% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 41% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

7. Sektor Industri Kayu

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 19,25% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 22,74% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 27,45% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 19,2% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

8. Sektor Industri Kertas dan produk terkait

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 17,08% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 5,68% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 35,84% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 130,15% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

9. Sektor Industri Kimia dan produk terkait

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 27,1% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 45,54% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 54,7% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 67,07% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

10. Sektor Industri Semen

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 1,9% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 57,19% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 1,7% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 6,13% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

11. Sektor Industri Metal dan produk terkait

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 23,79% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 43,41% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 46,9% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 174,9% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

12. Sektor Elektronik dan Peralatan Kantor

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 35,55% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 71,98% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 9,67% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 3,67% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

13. Sektor Otomotif

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 18,36% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 33,81% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 5,09% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 32,29% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

14. Sektor Farmasi

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 30,02% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 20,79% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 45,72% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 25,87% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

15. Sektor Barang Konsumen

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 33,53% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 45,04% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 73,26% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 45,62% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

16. Sektor Transportasi

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 37,14% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 48,6% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 65,74% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 56,82% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

17. Sektor Telekomunikasi

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 5,96% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 20,92% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 2,46% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 33,21% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

18. Sektor Pedagang Besar

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 16% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 31,93% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 47,97% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 66,1% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

19. Sektor Perbankan

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 20,23% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 41,49% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 25,43% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 40,19% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.

20. Sektor Asuransi

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 20,75% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 27,66% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 84,86% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 74,8% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

21. Sektor Properti

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 46,65% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 15,79% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 39,52% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 9,89% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

22. Sektor Media

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 53,56% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 18,85% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, turun sebesar 42% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 5,53% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

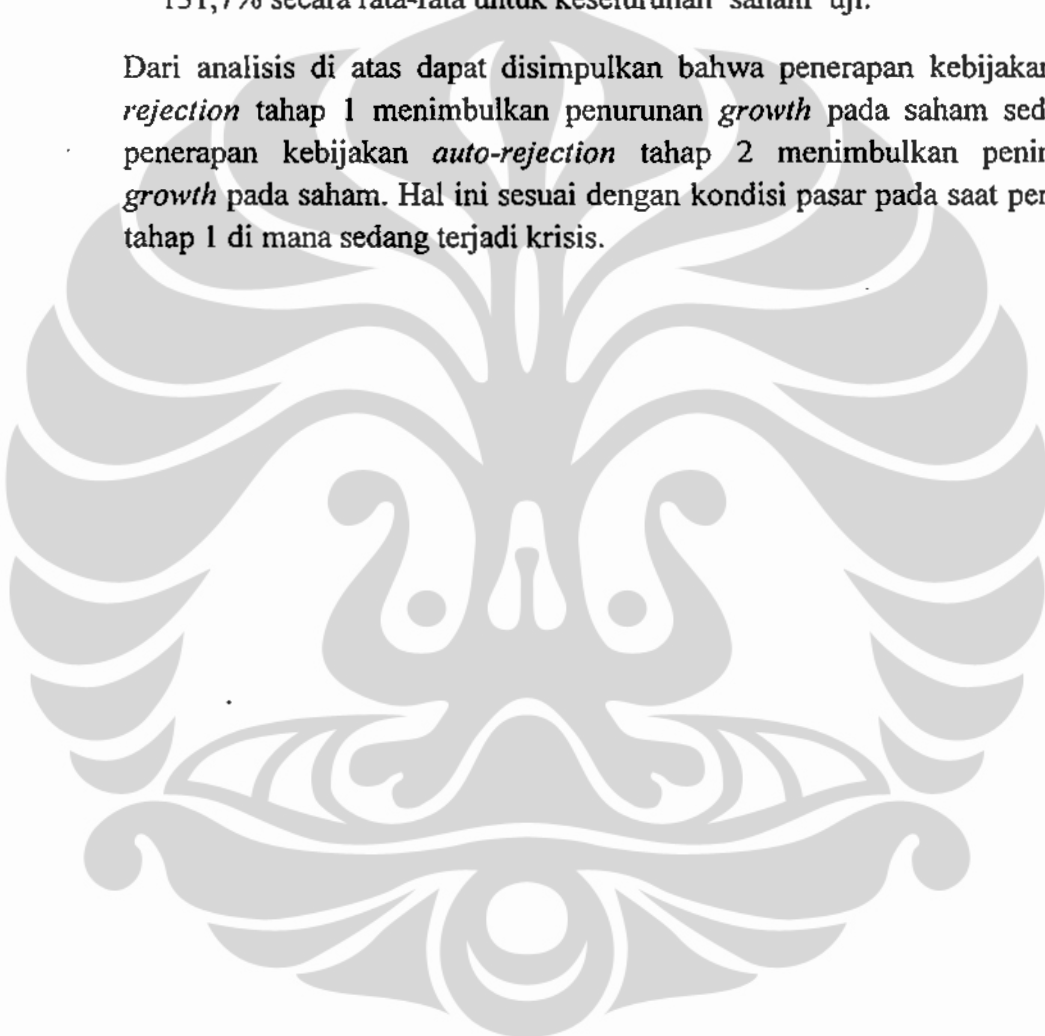
Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham hal yang sama juga terjadi pada penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis. Saham ini tetap menunjukkan penurunan *growth* pada penerapan tahap 2 mengindikasikan bahwa kebijakan *auto-rejection* tersebut berpengaruh pada saham.

23. Sektor Lain-lain

- a. Periode 1: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 30,35% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

- b. Periode 2: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* I, turun sebesar 61,27% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- c. Periode 3: 15 hari sebelum penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 66,41% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.
- d. Periode 4: 15 hari sesudah penerapan *auto-rejection* II, naik sebesar 131,7% secara rata-rata untuk keseluruhan saham uji.

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 1 menimbulkan penurunan *growth* pada saham sedangkan penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap 2 menimbulkan peningkatan *growth* pada saham. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar pada saat penerapan tahap 1 di mana sedang terjadi krisis.



BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Dari hasil penelitian Bab 4 dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara individual dengan menggunakan sampel sebanyak 62 saham dari 23 sektor yang ada, terdapat sebanyak 32 saham yang mengalami perubahan rata-rata harga saham baik pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap I yaitu antara periode 1 dan periode 2 dan periode 3 dan 4 pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap II.

Penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap II yaitu periode 3 dan 4 dapat dijelaskan sebagai berikut :

- Saham sektor kertas dan produk terkait, otomotif, barang konsumen, transportasi, telekomunikasi, properti dan sektor lain-lain secara keseluruhan menunjukkan tidak terdapat perubahan rata-rata harga saham pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap II. Hal ini mengindikasikan bahwa saham-saham sektor tersebut tidak dipengaruhi oleh penerapan kebijakan *auto-rejection* sehingga memperkecil tingkat risiko yang terdapat pada saham-saham tersebut.
2. Secara individual dengan menggunakan sampel sebanyak 62 saham dari 23 sektor yang ada, terdapat 32 saham yang mengalami perubahan volatilitas harga saham baik pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap I yaitu antara periode 1 dan periode 2 dan pada periode 3 dan 4 pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap II.

Sedangkan pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap II yaitu periode 3 dan 4 dapat dijelaskan sebagai berikut :

- Saham sektor kertas dan produk terkait, otomotif, barang konsumen, transportasi, telekomunikasi, properti dan sektor lain-lain secara keseluruhan menunjukkan tidak terdapat perubahan rata-rata harga saham pada saat penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap II. Hal ini mengindikasikan bahwa saham-saham sektor tersebut tidak dipengaruhi oleh penerapan kebijakan *auto-rejection* sehingga memperkecil tingkat risiko yang terdapat pada saham-saham tersebut.
 - Saham Sektor Finansial (perbankan) relatif tidak terdapat gejolak / volatilitas perubahan kecuali untuk saham BBKA dan BDMN. Bank Danamon (BDMN) pada saat itu memiliki sentimen negatif karena pemberitaan mengenai exposure transaksi derivatif yang cukup besar. Sedangkan Bank Central Asia (BBKA) walaupun dari hasil perhitungan dan kondisi riil menunjukkan adanya volatilitas harga saham namun persentasenya kecil. Hal ini selain mengindikasikan bahwa saham perbankan tidak dipengaruhi oleh implementasi kebijakan *auto-rejection*, tapi juga memberikan arti bahwa harga saham sektor perbankan dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kebijakan *auto-rejection*. Faktor-faktor tersebut, misalnya seperti faktor sentimen negatif dan kondisi makroekonomi, walaupun mempengaruhi pembentukan harga namun tidak memberikan gejolak yang berarti bagi saham sektor perbankan sehingga menandakan bahwa saham ini dapat menjadi pilihan yang tidak berisiko untuk berinvestasi.
3. Secara agregat dengan menggunakan sampel sebanyak 62 saham dari 23 sektor yang ada, perubahan pertumbuhan (*growth*) harga saham menunjukkan penurunan untuk seluruh sektor pada saat penerapan *auto-rejection* tahap I, yaitu antara periode 1 dengan periode 2. Hal sebaliknya terjadi pada saat penerapan

auto-rejection tahap II, yaitu antara periode 3 dan periode 4, di mana pertumbuhan saham mengalami peningkatan.

4. Dari hasil analisa diatas terlihat bahwa penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap II yaitu periode 3 dan 4 secara umum tidak menimbulkan fluktuasi harga saham baik di hampir seluruh sektor yang diuji, hal ini menunjukkan bahwa kebijakan tersebut cukup dapat meredam gejolak naik turunnya harga saham sesuai dengan tujuan regulator. Penerapan kebijakan penerapan *auto-rejection* Tahap 2 juga sudah diantisipasi oleh pasar sehingga pasar tidak mengalami gejolak yang tajam dibanding penerapan kebijakan *auto-rejection* Tahap 1.

5.2. Saran

1. Hasil penelitian mengenai penerapan kebijakan *auto-rejection* ini menunjukkan gambaran perilaku pasar yang tercermin dari harga saham pada saat terjadi dua *event* yaitu penerapan kebijakan *auto-rejection* tahap I dan tahap II dimana harga saham rata-rata tidak terdapat terlalu banyak mengalami perubahan yang artinya kebijakan *auto-rejection* dapat meredam harga saham dalam kondisi saat itu.
2. Bagi investor, hal ini dapat memberikan gambaran saham-saham sektor mana sajakah yang paling rentan selama masa krisis dan saham-saham sektor mana sajakah yang dapat dikatakan dipengaruhi oleh implementasi kebijakan *auto-rejection*, di mana hal ini ditunjukkan dari perubahan rata-rata harga saham dan volatilitasnya ketika diberlakukan kebijakan *auto-rejection*. Pembentukan harga saham tidak hanya semata dipengaruhi oleh implementasi kebijakan *auto-rejection*, banyak faktor-faktor lain seperti faktor kondisi makroekonomi dan sentimen negatif. Untuk saham-saham yang dipengaruhi oleh kebijakan *auto-rejection* dapat mengindikasikan bahwa pembentukan harga saham-saham tersebut dipengaruhi oleh faktor internal, dalam hal ini kebijakan BEI, dan faktor eksternal atau faktor lain-lain sehingga saham kategori ini dapat dikatakan

memiliki tingkat risiko yang tinggi. Saham jenis ini akan dihindari oleh investor yang memiliki sifat 'penghindar risiko' atau *risk averse*. Tren pertumbuhan saham dapat mengindikasikan saham mana saja yang diminati oleh pasar pada saat itu.

3. Bagi regulator bursa dalam hal ini BEI, penerapan kebijakan *auto-rejection* – dari hasil penelitian – cukup dapat meredam gejolak harga saham.
4. Bagi peneliti selanjutnya, dapat memberikan gambaran sejauh mana penerapan kebijakan *auto-rejection* dapat mempengaruhi harga saham, sehingga faktor implementasi kebijakan ini dapat dijadikan pertimbangan dalam penelitian pembentukan harga saham selanjutnya.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Sesuai dengan lingkup penelitian, sampel yang digunakan hanya terbatas pada saham-saham yang memang mengalami *auto-rejection* baik pada tahap I maupun pada tahap II.

DAFTAR PUSTAKA

- Bisnis Indonesia (2009). Arah Bisnis dan Politik 2009
- Blundell-Wignall, Adrian, Paul Atkinson dan Se Hoon Lee. (2008), *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*. OECD, Financial Market Trends.
- Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus (2008), *Investments*. McGraw-Hill.
- Bursa Efek Indonesia. (2009), *IDX Fact Book 2008*
- Bursa Efek Indonesia. (2010), *IDX Fact Book 2009*
- Bursa Efek Indonesia, Surat Edaran Bursa Efek Indonesia No. SE-009/BEK/12-2001 tanggal 3 Desember 2001
- Bursa Efek Indonesia, Surat Edaran Bursa Efek Indonesia No. SE-004/BEI.PSH/10-2008 tanggal 12 Oktober 2008
- Bursa Efek Indonesia, Surat Edaran Bursa Efek Indonesia No. SE-007/BEI.PSH/10-2008 tanggal 30 Oktober 2008
- Bursa Efek Indonesia, Surat Edaran No. SE-00001/BEI.PSH/01-2009 tanggal 14 Januari 2009
- Chao, Chen and Jau-Lian Jeng. (1996). *The impact of price limits on foreign currency futures' price volatility and market efficiency*, California, Elsevier Science Inc
- Dell'Arricia, Giovanni, Deniz Igan dan Luc Laeven. (2008). *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*. IMF.
- Ekaputra. I.A. dan B. Ahmad. (2007). *The Impact of Tick Size Reduction on Liquidity and Order Strategy: Evidence from The Jakarta Stock Exchange (JSX)*, *Journal of Economics and Finance in Indonesia* 55/1, Jakarta
- Ekaputra. I.A. (September 2, 2007). *Efek Akhir Hari Di Bursa Efek Indonesia*, *Jurnal Riset Manajemen* Vol. 7, Jakarta
- Ekaputra, I.A and Dwijayanti, Sally. (2008). *Trading Halts and Intraday Stock Return Volatility in The Indonesian Stock Exchange*, Jakarta, *Economics and Finance in Indonesia (EFI)*

- Fabozzi, F. J., Modigliani, F., Jones, F.J., Ferri, G.M. (2002), *Foundations of Financial Markets and Institutions*
- Harris, Larry. (2003). *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press.
- Hukum Online. (January 23, 2009). *Demi Menjaga Likuiditas Bursa - Aturan Baru Auto-Rejection*. <http://www.hukumonline.com/detail.asp>
- Kawai, Masahiro dan Michael Pomerleano. (2009). *Containing a Systemic Crisis: Is There a Playbook?*, Journal of Asian Development Bank Institute.
- Longstaff, Francis A. (2008), *The Subprime Credit Crisis and Contagion in Financial Markets*, Journal of Financial Economics.
- MacKinlay, A. Craig. (1997), *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1
- Manconi, Alberto, Massimo Massa dan Ayako Yasuda. (2010), *The Behavior of Intoxicated Investors: The Role of Institutional Investors in Propagating The Crisis of 2007 -2008*. National Bureau of Economic Research.
- Manurung, Adler (October 14, 2008), *Badai di Bursa Saham, Apa Selanjutnya?*, Jakarta, Kompas.
- Metz, Tim. (1988). *Black Monday: The Catastrophe of October 19, 1987, and Beyond*. New York: Morrow, 1988.
- Mishkin, Frederic S. and Eakins, Stanley. (2008), *Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall
- Navidi, William. (2006), *Statistics for Engineers and Scientists*, McGraw-Hill
- NYSE Circuit Breakers http://www.nyse.com/press/circuit_breakers.html
- O'Hara, Maureen. (1997), *Market Microstructure Theory*. Oxford, Blackwell Publisher Inc.
- Prasetyantoko. A. (2008). *Bencana Finansial Stabilitas sebagai Barang Publik*, Jakarta, PT Kompas Gramedia
- Robert Boyer, Mario Dehovee, Dominique Plihon (2004), *Les Crises Financieres*, Paris, La Documentation française.

- Rotheli, Tobias F. (2010), Causes of the Financial Crisis: Risk Misperception, Policy Mistakes and Banks' Bounded Rationality, The Journal of Socio-Economics.
- Sanders, Anthony. (2008), The Subprime Crisis and Its Role in the Financial Crisis, Journal of Housing Economics.
- Sharpe, William, Alexander, J. Gordon, Bailey W, Jeffrey. (1999), Investments, New Jersey, Prentice Hall
- Soros, George. (2008) The New Paradigm for Financial Markets, New York, Public Affairs a member of The Perseus Books Group.
- Stanley, Christopher A. (2010). The Panic Effect: Possible Unintended Consequences of the Temporary Bans on Short Selling Enacted During 2008 Financial Crisis. Entrepreneurial Business Law Journal. Vol.4:1
- Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe, Bradford D. Jordan (2008), Modern Financial Management

LAMPIRAN 1

Daftar Perusahaan Yang Diuji

No	Sektor	Nama Emiten	Kode
1	Agrikultur, Perikanan dan Kehutanan	Astra Agro Lestari Tbk	AALI
2		Bizi International Tbk	BISI
3		Gozco Plantation Tbk	GZCO
4		PP London Sumatera Tbk	LSIP
5		Sampoerna Agro Tbk	SGRO
6	Pangan Hewan	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN
7	Pertambangan	Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM
8		Elnusa Tbk	ELSA
9		International Nickel Indonesia Tbk	INCO
10		Indika Energy Tbk	INDY
11		Indo Tambangraya Megah Tbk	ITMG
12		Medco Energi International Tbk	MEDC
13		Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	PGAS
14		Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk	PTBA
15		Timah (Persero) Tbk	TINS
16	Konstruksi	Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI
17		Darma Henwa Tbk	DEWA
18		Total Bangun Persada Tbk	TOTL
19		Wijaya Karya (Persero) Tbk	WIKA
20	Makanan dan Minuman	Davomas Abadi Tbk	DAVO
21		Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
22		Tunas Baru Lampung Tbk	TBLA
23	Rokok	Gudang Garam Tbk	GGRM
24	Kayu	Barito Pacific Tbk	BRPT
25	Kertas dan Produk terkait	Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	INKP
26	Kimia dan Produk terkait	AKR Corporindo Tbk	AKRA
27		Lautan Luas Tbk	LTLS
28	Semen	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	INTP
29		Holcim Indonesia Tbk	SMCB
30		Semen Gresik (Persero) Tbk	SMGR
31	Metal dan Produk terkait	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS
32	Elektronik dan Peralatan	Astra Graphia Tbk	ASGR
33	Kantor	Metrodata Electronics Tbk	MTDL

Daftar Perusahaan Yang Diuji (lanjutan)

No	Sektor	Nama Emiten	Kode
34	Otomotif	Astra International Tbk	ASII
35		Gajah Tunggal Tbk	GJTL
36		Hexindo Adiperkasa Tbk	HEXA
37		United Tractors Tbk	UNTR
38	Farmasi	Kalbe Farma Tbk	KLBF
39	Barang Konsumen	Unilever Indonesia Tbk	UNVR
40	Transportasi	Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA
41		Mitra Rajasa Tbk	MIRA
42		Pelayanan Tempur Emas Tbk	TMAS
43	Telekomunikasi	INDOSAT Tbk	ISAT
44		Telekomunikasi Indonesia Tbk	TLKM
45	Pedagang Besar	AGIS Tbk	TMPI
46	Perbankan	Bank Central Asia Tbk	BBCA
47		Bank Bukopin Tbk	BBKP
48		Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	BBNI
49		Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	BBRI
50		Bank Danamon Tbk	BDMN
51		Bank Mandiri (Persero) Tbk	BMRI
52		Bank CIMB Niaga Tbk	BNGA
53		Bank International Indonesia Tbk	BNII
54		Bank Pan Indonesia Tbk	PNBN
55	Asuransi	Panin Life Tbk	PNLF
56	Properti	Ciputra Development Tbk	CTRA
57		Ciputra Property Tbk	CTRP
58		Ciputra Surya Tbk	CTRS
59		Lippo Karawaci Tbk	LPKR
60		Summarecon Agung Tbk	SMRA
61	Media	Media Nusantara Citra Tbk	MNCN
62	Lain-lain	Jasa Marga Tbk	JSMR