BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

Masalah yang diuraikan dalam penelitian ini adalah bagaimana *price limit* dapat mengurangi volatilitas dan meredam *overreaction.* Berikut adalah teori-teori yang berkaitan dengan masalah yang akan diteliti :

1. Price limit

Price limit adalah tawaran harga beli atau tawaran harga jual yang diminta oleh investor yang dinyatakan secara tertulis dalam pesanan lewat telepon atau faksilimili (Samsul, 2006:86). Di Indonesia sendiri sistem *price limit* ini dikenal dengan nama *auto rejection.* Menurut keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta nomor: Kep-307/BEJ/12-2006 tentang perubahan/penambahan peraturan nomor II-A tentang perdagangan efek, *auto rejection* adalah penolakan secara otomatis oleh JATS terhadap penawaran jual dan atau permintaan beli Efek yang dimasukkan ke JATS akibat dilampauinya batasan harga yang ditetapkan oleh Bursa. Dengan diberlakukannya sistem *price limit* di BEI diharapkan dapat terlaksananya perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien.

Tujuan pokok diberlakukannya *price limit* oleh Brady Commision and Working Group on Financial Market adalah:

a. Mengurangi asimetri informasi.

b. Mengurangi volatilitas harga.

c. Memfasilitasi proses pembentukan harga ekuilibrium baru (*price discovered proses*) secara rasional dan efisien.

d. Mampu mengatasi *overreaction*.

e. Tidak mengganggu aktivitas perdagangan.

Secara umum, prosentase *price limit* dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu :

a. Kelompok negara dengan prosentase *price limit* sempit (maksimum sebesar 10 persen).

b. Kelompok negara dengan prosentase *price limit* lebar (10-50 persen).

Indonesia termasuk negara dengan rentang *price limit* lebar, yaitu berkisar antara 20-35 persen. Penentuan prosentase *auto rejection* didasarkan pada tiga kelompok harga yang mengacu pada harga terakhir di pasar regular pada hari bursa sebelumnya (*previous price*). Berikut adalah sistem *auto rejection* yang diterapkan BEI berdasarkan SE-00001/BEI.PSH/01-2009.

Tabel 2.1

Prosentase *auto rejection* perdagangan saham di BEI

Previous price(Pp) range	*Auto rejection* (untuk pasar reguler)
Rp 50,- s.d Rp 200,-	35% Pp
>Rp 200,- s.d Rp 5.000,-	25% Pp
>Rp 5.000,-	20% Pp

Sumber: www.idx.co.id

Penerapan *autorejection* merupakan pengganti sistem *auto halting* yang selama ini dilakukan bursa. Pada sistem *auto halting* order dengan harga diluar parameter tetap dapat dimasukkan ke dalam JATS yang ada di bursa, sedangkan pada *auto rejection* order tersebut tidak dapat masuk sama sekali. Selain itu, pada sistem *auto halting*, jika order melewati parameter maka perdagangan saham yang melewati parameter tersebut akan dihentikan atau disuspensi sehingga dapat mengganggu aktivitas bursa. Tetapi pada sisitem *auto rejection* perdagangan tidak akan dihentikan saat order melewati parameter, sehingga tidak mengganggu aktivitas perdagangan. Pihak otoritas BEI tetap dapat menerapkan sistem *halting* secara manual jika ditemukan ketidakwajaran atau hal yang tidak biasa dalam perdagangan saham.

Di kalangan akademisi masih terjadi perdebatan tentang keefektivan penerapan *price limit*. Beberapa penelitian

mengindikasikan bahwa *price limit* dapat menjadi mekanismme yang efektif, dalam pengertian mampu mencapai tujuan yang diinginkan, sedangkan penelitian lain mengindikasikan bahwa *price limit* tidak efektif.

Kelompok pendukung *price limit* menyatakan bahwa *price limit* dapat mengurangi volatilitas *return* saham, member kesempatan bagi investor untuk menilai kembali keputusannya secara rasional, mengatasi *overreaction* serta tidak menggangu aktivitas perdagangan karena tidak menghentikan aktivitas perdagangan.

Sedangkan kelompok yang menentang *price limit* menyatakan bahwa penerapan *price limit* justru tidak efektif, sebab dapat meningkatkan volatilitas harga yang tinggi setelah saham mencapai limitnya(*volatility spillover hypothesis*), mengganggu aktivitas perdagangan(*trading interference hypothesis*), serta menghambat / menunda pergerakan harga mencapai ekuilibrium secara efisien (*delayed price discovery hypotheisis*) sebab harga akan terus bergerak menuju ekuilibrium bersamaan dengan terbentuknya batas hargayang baru pad hari perdagangan berikutnya.

2. *Bullish* dan *bearish*

Bullish dan *bearish* diambil dari istilah "*bull*" dan "*bear*" yaitu banteng dan beruang ketika menyerang lawannya. Seekor banteng

akan mendongakkan tanduknya. Sementara itu, saat menyerang seekor beruang akan mengayunkan cakarnya ke bawah.

Pasar *bullish* merupakan kecenderungan pergerakan naik (*upward trend*) yang terjadi di pasar modal. Hal ini ditandai kecenderungan peningkatan harga-harga saham (indeks pasar) baru yang mampu menembus nilai atas harga (indeks pasar) sebelumnya, ataupun kalau ada penurunan harga tidak sampai melewati batas harga (indeks pasar) terbawah yang terjadi sebelumnya. Adanya kenaikan tersebut menyebabkan banyak perusahaan yang melakukan IPO dan dapat dikatakan pasar modal sedang dalam keadaan semarak. *Bullish* juga bisa terjadi apabila investor cenderung berpikir dan bertindak sesuai dengan keyakinan bahwa pasar akan terus meningkat.

Sedangkan pasar yang *bearish* merupakan kecenderungan turun (*downward trend*) yang terjadi di pasar modal. Indikatornya adalah apabila harga (indeks) baru gagal menenbus harga tertinggi sebelumnya. Atau apabila penurunan yang terjadi menembus harga terendah sebelumnya. Karena harga saham yang menurun, maka mengakibatkan sedikit perusahaan yang melakukan IPO, sehingga bisa dikatakan pasar modal sedang lesu. Investor yang cenderung berfikir dan bertindak sesuai dengan keyakinan bahwa pasar modal akan terus turun juga merupakan bearish (Tandelilin, 2001:261)

Kondisi pasar dapat dikategorkan ke dalam dua kelompok, yaitu:

a. *Bullish* adalah keadaan pasar dimana Indeks Harga Saham Gabungan mengalami kenaikan, iklim perdagangan surat berharga dimana harga-harga cenderung naik dan transaksi berlangsung semarak.

b. *Bearish* adalah keadaan pasar dimana Indeks Harga Saham Gabungan mengalami penurunan, iklim perdagangan surat berharga dimana harga-harga cenderung bergerak turun dan transaksi berlangsung lesu.

Indikator untuk menganalisis keadaan pasar ketika *bullish* maupun *bearish* adalah:

1) Indeks Harga Saham Gabungan

2) Perusahaan yang melakukan IPO

3) *Total trading volume of shares*

4) *Total trading value of shares*

Hampir tidak mungkin untuk menebak dengan tepat kapan tren pergerakan pasar itu akan berubah dari *bullish* ke *bearish* atau sebaliknya. Salah satu sebabnya adalah faktor psikologi investor dan spekulasi yang seringkali mempengaruhi pergerakan pasar. Pada titik ekstrim, pasar yang *bullish* akan mengarah ke harga yang

terlalu mahal atau *bubble*. Sementara kondisi *bearish* akan mengarah ke kehancuran atau *crash*.

3. Volatilitas

Volatilitas adalah kecenderungan harga akan berubah secara tidak terduga (Haris, 2003:410). Volatilitas yang berlebihan mengindikasikan bahwa pasar tidak berjalan dengan baik. Volatilitas dapat dibedakan menjadi dua, yaitu:

a. *Fundamental volatility*, yang disebabkan adanya perubahan nilai instrument yang tidak diantisipasi atau diduga sebelumnya.

b. *Transitory volatility*, yang disebabkan adanya aktivitas perdagangan yang dilakukan *uninformed traders*.

Kebijakan bursa tidak akan mampu mempengaruhi *fundamental volatility*, nilai saham akan berubah saat faktor-faktor fundamental yang mempengaruhinya berubah. Faktor yang paling utama adalah kualitas manajemen, nilai sumber daya perusahaan dan teknologi, kondisi permintaan dan penawaran di pasar dan suku bunga (Haris, 2003:411). Perubahan yang tidak terduga pada faktor-faktor tersebut dapat menimbulkan terjadinya *fundamental volatility*.

Tetapi untuk *transitory volatility* dapat dipengaruhi oleh kebijakan bursa. Jika tingkat asimetri informasi tinggi maka akan banyak terdapat *uninformed/noise traders* di pasar. Mereka akan menyebabkan volatilitas yang berlebihan yang tidak berhubungan dengan nilai fundamentalnya. Volatilitas ini terjadi ketika ketidakseimbangan order yang dilakukan oleh *uninformed traders,* sehingga menyebabkan perubahan harga yang terlalu besar dan menyimpang dari nilai fundamentalnya (Rita dan Tandelilin, 2007:165).

Sedangkan menurut Hull (2002:386) yang dimaksud volatilitas saham adalah ukuran ketidaktentuan terhadap return yang disediakan suatu saham. Penyebab terjadinya volatilitas adalah kedatangan informasi baru yang belum jelas kebenarannya mengenai return saham di masa yang akan datang. Hasil studi empiris menunjukkan bahwa volatilitas dari sebuah saham lebih tinggi pada saat transaksi pertukaran dibuka daripada saat transaksi pertukaran ditutup (Hull, 2002:385).

Volatilitas yang berlebihan sangat mengkhawatirkan banyak pihak, diantaranya(harris, 2003:411):

a. Investor, sebab perubahan harga yang terlalu besar dan tidak diduga sebelumnya dapat membuat mereka mkenghadapi risiko sekaligus opportunity yang besar pula.

b. Lembaga kliring, sebab volatilitas yang berlebihan dapat menyebabkan investor mengalami kerugian besar, sehingga kemungkinan tidak dapat menyelesaikan kontrak atau transaksinya. Akibatnya, lembaga kliring harus menanggung biaya yang disebabkan kegagalan penyelesaian transaksi.

c. Bursa dan para pialang, sebab akibat jatuhnya harga saham yang sangat drastis akan menyebabkan volume perdagangan secara umum akan berkurang dan setelah itu akan tetap rendah dalam waktu yang cukup lama.

4. *Overreaction*

Fenomena *overreaction* di pasar modal pertama kali dikemukakan oleh De Bondt dan Thaller pada tahun 1985. Menurut Be Bondt dan Thaller (1985) *overreaction* adalah reaksi yang berlebihan sebagai respon terhadap munculnya informasi baru. *Overreaction* tersebut dimungkinkan terjadi karena para pelaku pasar, terutama investor dan traders. Sebagian dari mereka melakukan transaksi secara tidak rasional bahkan cenderung emosional terhadap informasi yang masuk ke bursa. Terlebih jika informasi yang diterima adalah berita buruk (*bad news*), investor cenderung menilai saham terlalu rendah sehingga saham menjadi *undervalued*. Sebaliknya jika informasi yang diterima adalah berita baik (*good news*), investor cenderung menilai secara berlebihan

informasi yang diterimanya sehingga mengakibatkan harga saham menjadi *overvalued.*

Dampak dari adanya *overreaction* adalah sering terjadinya pembalikan harga (*price reversal*). Saham yang ditransaksikan secara berlebihan akan menciptakan return di atas rata-rata(*abnormal return*), baik positif ataupun negatif. *Abnormal return* saham *winner* dapat terbalik dari positif menjadi negatif atau menjadi saham *losser* pada periode tertentu. Hal ini terjadi karena proses koreksi harga dari investor yang rasional dan *informed.* Begitu juga, untuk saham-saham dengan return negatif atau saham *losser* dapat berubah sebaliknya menjadi saham *winner* karena bergerak ke teritori positif sesuai nilainya

Sebagai tambahan, hipotesis *overreaction* ini menyatakan bahwa semakin besar perubahan harga yang terjadi, maka akan diikuti dengan semakin besar pula koreksi harga yang dicerminkan oleh pembalikan harga. Kejadian seperti ini seringkali disebut dengan istilah *magnitude effect.*

5. *Price reversal*

Pola *price reversal* dalam pasar modal menunjukkan bahwa saham-saham yang berkinerja buruk pada satu periode waktu akan cenderung untuk membaik akan cenderung membaik pada periode berikutnya. Sedangkan saham-saham yang berkinerja baik

cenderung untuk memburuk pada periode berikutnya. Pola perubahan harga semacam ini mendasari anomali di pasar modal yang merupakan penyimpangan dari hipotesis efisiensi pasar modal yang dikenal dengan anomali *winner-losser,* yaitu suatu anomali yang telah mempopulerkan penerapan strategi investasi *contrarian,* yaitu strategi yang menyarankan untuk membeli saham-saham *loser* dan menjual saham-saham yang dimiliki yang telah menjadi *winner*. Saham-saham *loser* dalam jangka panjang akan memberikan keuntungan melebihi saham-saham yang sebelumnya adalah saham *winner* (Kusumawardani, 2001:11)

B. Hasil penelitian terdahulu

Penelitian mengenai *price limit* di pasar modal luar negeri diantaranya dilakukan olek Kim dan Rhee (1997). Mereka meneliti kefeefektifan penerapan price limit di pasar modal Jepang. Penelitian ini meneliti apakah *price limit* justru menyebabkan kenaikan volatilitas (*volatility spillover hypothesis*), mengganggu berlangsungnya perdagangan di bursa (*trading interference hypothesis*) dan menunda pembentukan harga keseimbangan yang baru (*delayed price discovery hypothesis*). Hasil penelitian menyatakan bahwa semua hipotesis di atas diterima, dengan kata lain penerapan *price limit* di pasar modal Jepang tidak efektif.

Kim (2001) melakukan penelitian tentang hubungan antara price limit dengan volatilitas pasar saham yang dilakukan di pasar modal Taiwan. Dari penelitian tersebut diperoleh hasil bahwa setelah saham mencapai limit, volatilitas cenderung mengalami penurunan. Hasil ini menunjukkan bahwa price limit efektif mengurangi volatilitas di pasar modal Taiwan.

Penelitian mengenai penerapan *price limit* di BEI diantaranya dilakukan oleh Irawati (2006) meneliti pengaruh *price limit* terhadap efisiensi pasar di BEJ. Penelitian ini menguji apakan price limit mampu memfasilitasi proses pembentukan harga secara rasional dan efisien. Selain itu, peneliti ini juga menguji pengaruh *price limit* terhadap efisiensi pasar. Dari hasil pengujian terhadap hipotesis pertama diperoleh hasil bahwa *price limit* telah menyebabkan terjadinya penundaan proses pembentukan harga secara rasional dan efisien. Sedangkan pada pengujian terhadap hipotesis pasar efisien diketahui bahwa penerapan *price limit* mengakibatkan pasar menjadi tidak efisien.

Rita dan Tandelilin (2007) meneliti tentang keefektivan penerapan *price limit* di BEJ. Penelitian ini menguji apakah *price limit* mampu mengurangi volatilitas return saham dan mengatasi terjadinya *overreaction*. Dari hasil penelitian tersebut, untuk analisis volatilitas return pada saham-saham LQ-45 sebelum dan sesudah *price limit* diketahui bahwa penerapan *price limit* ternyata tidak dapat mengurangi volatilitas return. Dalam analisis volatilitas terhadap saham yang

mencapai limit diketahui bahwa *price limit* dapat mengurangi tingkat volatilitas return saham setelah periode pencapaian limit, baik untuk saham yang mengalami kenaikan ataupun penurunan harga. Sedangkan pada analisis *overreaction* pada saham yang mencapai limit diketahui bahwa *price limit* tidak efektif mengatasi *overreaction* pada saham yang mencapai batas atas, namun *price limit* dapat mengatasi *overreaction* pada yang mencapai batas bawah.

Candra (2009) meneliti tentang keefektivan penerapan *price limit* di BEJ. Dari penelitian tersebut didapat hasil bahwa *price limit* mampu meredam tingkat volatilitas *return* saham yang mencapai limit atas pada kondisi pasar *bullish* maupun *bearish*. Sedangkan untuk saham yang mencapai limit bawah, price limit haya mampu meredam tingkat volatilitas *return* pada kondisi pasar yang sedang *bullish* saja. Tetapi *price limit* tidak efektif mengatasi *overreaction* pada saham yang mencapai batas atas dan bawah pada kondisi pasar *bullish* maupun *bearish*.

C. Hipotesis

Jika tingkat asimetri informasi tinggi akan mengakibatkan banyaknya *uninformed traders* di pasar. Mereka akan menyebabkan terjadinya volatilitas yang berlebihan. Volatilitas yang berlebihan mengindikasikan bahwa pasar tidak berfungsi dengan baik.

Price limit dapat mengendalikan terjadinya volatilitas yang berlebihan tersebut dengan dua cara, pertama *price limit* dapat membatasi atau mencegah kenaikan maupun penurunan harga saham pada batas yang telah ditetapkan. Kedua, *price limit* dapat menyediakan waktu bagi investor untuk menilai kembali informasi yang ada dan berpikir rasional dan tidak terlalu emosional tentang harga saham yang sesungguhnya, disini *price limit* menyediakan waktu *cooling off* bagi pelaku pasar sehingga volatilitas *return* saham-saham yang mencapai limitnya diharapkan berkurang pada periode setelah pencapaian limit (Kim dan Rhee, 1997 dalam Rita dan Tandelilin, 2007:165). Berdasarkan tinjauan literatur dan hasil penelitian sebelumnya muncul hipotesis sebagai berikut:

H1 : ada perbedaan volatilitas *return* saham sebelum pencapaian harga saham tertinggi yang mencapai limit atas ($stock_{up}$) dan setelah pencapaian harga saham tertingginya mencapai limit atas ($stock_{up}$) pada kondisi *bullish* dan *bearish.*

H2 : ada perbedaan volatilitas *return* saham sebelum pencapaian harga saham terendah yang mencapai limit bawah ($stock_{down}$) dan setelah pencapaian harga saham terendahnya mencapai limit bawah ($stock_{down}$) pada kondisi *bullish* dan *bearish.*

Investor cenderung bereaksi berlebihan terhadap masuknya *good news* dan *bad news* dalam bursa. Tindakan *overreaction* tersebut dapat mengakibatkan terjadinya pembalikan harga(*price reversal*). *Price limit*

dapat melindungi pasar untuk tidak bereaksi terlalu berlebihan terhadap informasi baru.

Masuknya informasi baru ke bursa pada hari pertama membuat investor bereaksi berlebihan, sehingga harga saham melonjak ekstrim. Tetapi pada hari kedua secara sistematis harga menjadi lebih rendah daripada hari pertama. Hal yang sama juga terjadi pada pada saat masuknya informasi negatif di pasar. Berbalik arahnya harga saham pada hari berikutnya tersebut mengindikasikan bahwa *price limit* memiliki efek positif untuk mengatasi *overreaction* (Chen, 1998 dalam Rita dan Tandelilin, 2007:167). Berdasarkan tinjauan literatur tersebut maka diturunkan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3 : ada perbedaan antara proporsi *price reversal* kelompok saham yang harga tertingginya mencapai limit atas ($stock_{up}$) dan proporsi *price reversal* pada kelompok saham yang harga terendahnya mencapai limit bawah ($stock_{down}$).