

**PROPOSAL
PENELITIAN MANDIRI
UNIVERSITAS LAMPUNG**



**KONTRIBUSI MEKANISME PERDAGANGAN
TERHADAP MARKET MICROSTRUCTURE
(Pola Perdagangan Harian di Bursa Efek Indonesia)**

TIM PENGUSUL

**KETUA : Ahmad Faisol
NIDN : 00311279
SINTA ID : 6682496**

KATEGORI PENELITIAN MANDIRI

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN,
JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG**

1. Latar Belakang

Studi tentang *market microstructure* mengalami perkembangan yang pesat pasca terjadinya peristiwa *Black Monday* (1987), dimana teori tentang pasar modal yang membahas tentang pola pembentukan harga melalui pendekatan microekonomi, analisis fundamental dan teknikal ternyata tidak bisa menjelaskan krisis yang terjadi di pasar saham pada saat itu. Berbeda dengan ketiga pendekatan tersebut, *market microstructure* tidak mempelajari tentang kondisi perusahaan, karakteristik sekuritas dan kontrak keuangan lainnya, bagaimana menilainya, memperdagangkannya, menerbitkannya, atau mengembangkannya sehingga memberikan keuntungan kepada para investor. Teori *market microstructure* juga tidak membahas tentang kapan waktu yang tepat dalam memperjual belikan sekuritas, dan tidak pula membahas tentang strategi perdagangan saham. *Market microstructure* mempelajari mekanisme pembentukan harga ditinjau dari aturan perdagangan dan organisasi pasar keuangan untuk menjelaskan apakah pasar tempat terjadinya transaksi telah efisien ditinjau dari beberapa kualitas pasar yaitu likuiditas, biaya transaksi, volatilitas, dan return yang dihasilkan.

Ditinjau dari aturan perdagangannya, objek kajian *market microstructure* yang telah banyak di bahas oleh para ahli antara lain berupa aturan perdagangan margin, tick dan lot size, short sale, friksi harga, pre opening dan pre closing, buyback, dan aturan perdagangan lainnya yang mempengaruhi kualitas pasar. Sedangkan ditinjau dari aspek struktur dan design pasarnya, kajian *market microstructure* berhubungan dengan keputusan untuk memilih mekanisme atau metode perdagangan saham yang akan diberlakukan pada bursa efek yang bersangkutan, yaitu mekanisme atau metode pasar saham yang *continous*, yang sering juga

dikenal sebagai *quote driven system* dan mekanisme pasar yang periodik atau dikenal sebagai *call market* (Madhavan, 1992).

Keputusan masing masing bursa saham untuk menentukan mekanisme perdagangan saham sangat ditentukan oleh kelebihan dan kekurangan kedua mekanisme tersebut yang disesuaikan dengan nilai nilai atau norma yang berlaku dimasing masing negara tempat beroperasinya pasar saham tersebut, sehingga masing masing mekanisme perdagangan saham akan menghasilkan tampilan perdagangan yang memiliki karakteristik spesifik. Perbedaan pokok diantara kedua mekanisme perdagangan itu terletak pada kelebihan salah satu diantaranya akan menjadi kekurangan bagi mekanisme pesaingnya. Pada umumnya, mekanisme perdagangan continuous menawarkan kelebihan berupa perdagangan yang mudah dieksekusi, biaya transaksi yang lebih murah, dan pasar yang lebih liquid. Namun, mekanisme ini juga memiliki kekurangan yaitu adanya volatilitas yang tinggi sehingga menimbulkan tingkat risiko yang tinggi pula. Sementara, mekanisme periodik atau *call market* bersifat *trade-off* dengan pasar *continues*, dalam arti mekanisme *call market* menawarkan kestabilan harga, serta volatilitas dan risiko yang relatif rendah, namun memiliki biaya transaksi yang lebih tinggi dan eksekusi perdagangan yang membutuhkan waktu lebih lama. Perbedaan kedua mekanisme ini akan berdampak pada perbedaan likuiditas pasar saham.

Studi empiris terhadap mekanisme perdagangan pernah dilakukan oleh Amihud, Mendelson, dan Murgia (1990) yang memberikan hasil: metode call market akan menghasilkan pembentukan harga yang efektif dibandingkan dengan mekanisme continuous. Hal ini serupa dengan penelitian Chang, dkk (1999) yang memberikan

hasil bahwa besarnya volatilitas harga pada mekanisme call market separuh dari mekanisme continuous, yang berarti bahwa gejolak harga relatif lebih kecil pada mekanisme call market dibanding continuous, sehingga menunjukkan perannya sebagai price stabilizer. Penelitian ini juga mendukung penelitian Cohen dan Schwartz (1989) serta Mandhavan (1992).

Akan tetapi, hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian Forde (1999) yang membandingkan mekanisme yang berlaku di Bursa Efek Australia (ASX) dan Bursa Efek Jakarta (JSX), dimana hasil yang didapat menyatakan bahwa Volatilitas harga di Call Market di ASX pada sesi pagi lebih rendah dibandingkan dengan pasar Continuous yang berlaku JSX, namun saat sesi siang Volatilitas harga akan mengalami kenaikan secara signifikan yang menandakan bahwa terjadi gejolak harga di pasar *call market*. Demikian pula penelitian yang dilakukan oleh Amihud dan Mendelson di Newyork Stock Exchange (1987), yang menghasilkan volatilitas, yang diukur dengan variance return open to open dan diberlakukan di mekanisme call market, ternyata lebih tinggi dibandingkan dengan variance return close to close yang diberlakukan di mekanisme continuous market sehingga menunjukkan gejala yang sama bahwa terjadi volatilitas harga yang tinggi di pasar *call market*. Penelitian mereka di Bursa Efek Tokyo (1991) juga menunjukkan hasil yang sama. Hasil serupa ternyata diberikan pula oleh penelitian Choe dan Shin (1993) menunjukkan bahwa pembukaan perdagangan call market sesi pagi dan sore di Korea Stock Exchange (KSE) menunjukkan peningkatan volatilitas, namun sesi penutupan call market menunjukkan volatilitas yang lebih rendah dibanding dengan penutupan perdagangan mekanisme continuous yang disimulasikan, sehingga dapat dikatakan bahwa pelaksanaan mekanisme *call*

market yang nyata terjadi di KSE menunjukkan gejala perubahan harga yang tinggi pula.

Gejolak harga yang terjadi pada *call market* sebagaimana yang ditunjukkan oleh penelitian-penelitian tersebut, menandakan bahwa mekanisme ini ternyata tidak selamanya dapat berperan dalam menjaga kestabilan harga. Terutama lagi saat ini, mekanisme *continous* telah pula dilengkapi dengan aturan perdagangan *auto rejection* dan *auto halting system* yang akan menolak bahkan menghentikan aktivitas perdagangan jika terjadi gejolak perubahan harga secara tiba-tiba pada suatu sekuritas sebagaimana yang diterapkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

Mekanisme perdagangan yang berlaku di BEI adalah *driven system*, artinya pasar digerakkan oleh order-order pialang dengan sistem lelang yang terjadi secara terus menerus atau *continous auction*. Pada mekanisme ini, investor tidak dapat langsung melakukan transaksi di bursa baik untuk menjual atau membeli saham, tapi harus melalui perantara agen-agen atau pialang yang bertindak atas perintah investor untuk melakukan transaksi saham. Adanya pialang yang terkonsentrasi penuh di bursa, menyebabkan pasar menjadi lebih informatif yang artinya setiap informasi yang terjadi bursa umumnya dapat diketahui oleh pialang akibat adanya interaksi antar pialang maupun strategi yang diterapkan pialang dalam mencari informasi. Pasar yang informatif ini mengakibatkan transaksi menjadi lebih *liquid*. Akan tetapi, pada mekanisme ini pialang harus senantiasa berhubungan dengan investor untuk memperoleh persetujuan dalam melakukan transaksi. Jika terjadi hambatan komunikasi antara investor dan pialang maka timbullah friksi waktu atas informasi yang terjadi. Friksi waktu yang terjadi atas

informasi tersebut menyebabkan gangguan atau *noise* pada kandungan informasi yang sebenarnya terjadi sehingga timbullah isu. Isu yang beredar di kalangan investor kadangkala mendorong investor bertindak *over reacted* dalam memutuskan traksaksinya, sehingga sering investor melakukan aksi borong saham atau melepas saham dalam jumlah yang besar. Tindakan yang berlebihan ini, jika dilakukan dalam jumlah transaksi yang besar atau diikuti oleh investor-investor lainnya yang juga minim informasi, dapat menyebabkan pasar mengalami gejolak atas harga atau terjadi volatilitas harga yang tinggi. Hal ini berarti sesuai dengan karakteristik pasar yang *continuous*.

Berdasarkan pada kondisi tersebut, maka perlu diketahui secara lebih detail dan pasti bagaimana kontribusi mekanisme perdagangan yang *continuous* dikaitkan pada kualitas pasar berupa volatilitas harga, liquiditas, volume perdagangan, dan biaya transaksi yang dikenakan yang berlaku di Bursa Efek Indonesia .

2. Rumusan Masalah

Implementasi mekanisme perdagangan yang bersifat *continuous* di Bursa Efek Indonesia akan membawa pengaruh pada pola perdagangan harian dilihat dari aspek volatilitas, liquiditas, dan volume perdagangan. Secara teori, mekanisme *continuous* akan bersifat memiliki volatilitas harga yang tinggi, pasar yang liquid, dan volume perdagangan yang besar. Oleh karena itu, secara spesifik, studi ini akan mencari jawaban terhadap beberapa hal pokok yang dirumuskan dalam beberapa pertanyaan sebagai berikut :

1. Bagaimana pola perdagangan harian saham mulai hari Senin sampai dengan Jum'at, yang dikaitkan dengan pengaruh implementasi

perdagangan continuous pada volatilitas, liquiditas, dan volume perdagangan di Bursa Efek Indonesia ?

2. Sektor manasajakah yang dapat menjadi pendorong timbulnya gejolak pada volatilitas harga saham secara umum di Bursa Efek Indonesia.

3. Metodologi Penelitian

3.1 Sumber dan Teknik Pengumpulan data

Seluruh data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laman Bursa Efek Indonesia, dengan waktu pengamatan selama 1 tahun, sejak Januari 2018 – Januari 2019.

3.2 Operasionalisasi Variabel

3.2.1 Volatilitas Harga

Volatilitas harga adalah fluktuasi perubahan harga saham dari waktu ke waktu. Semakin tinggi fluktuasi yang terjadi menandakan volatilitas yang tinggi pula. Data yang digunakan untuk mengukur volatilitas harga ini adalah perubahan harga selama interval waktu 10 menit dengan waktu pengamatan selama 180 hari bursa yang akan dibagi menjadi dua sesi perdagangan yaitu sesi pagi mulai dan sesi siang untuk setiap harinya. Perubahan harga diukur dengan menggunakan persamaan :

$$\text{Log} \left(\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \right)$$

Terdapat dua jenis kelompok data yang akan digunakan dalam penelitian ini, yaitu kelompok data harga untuk seluruh saham yang listing di BEI selama 180 hari dengan interval waktu 10 menit setiap harinya, yang digunakan untuk mengukur

apakah terjadi perubahan yang signifikan terhadap volatilitas harga, serta yang kedua adalah volatilitas harga per sektor industri yang akan digunakan untuk mengetahui sektor manasajakah yang mengalami fluktuasi volatilitas yang tinggi.

3.2.2 Likuiditas Pasar

Likuiditas pasar diukur dengan menggunakan perubahan banyaknya transaksi perdagangan yang terjadi atas sebuah atau sekelompok saham selama interval waktu tertentu. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah banyaknya transaksi perdagangan yang terjadi selama interval waktu 10 menit, dengan waktu pengamatan selama 180 hari, dan dicari dengan persamaan :

$$\text{Log} \left(\frac{\text{Transaksi}}{\text{Saham}} \right)$$

Terdapat dua jenis kelompok data yang akan digunakan dalam penelitian ini, yaitu kelompok data banyaknya transaksi untuk seluruh saham yang listing di BEI selama 180 hari dengan interval waktu 10 menit setiap harinya, yang digunakan untuk mengukur apakah pasar liquid atau tidak , serta yang kedua adalah banyaknya transaksi perdagangan untuk tiap sektor industri yang akan digunakan untuk mengetahui sektor manasajakah yang transaksi perdagangan sahamnya liquid.

3.2.3 Volume Perdagangan

Volume perdagangan diukur dengan menggunakan perubahan banyaknya kapitalisasi pasar yang terjadi atas sebuah atau sekelompok saham selama periode waktu tertentu. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah banyaknya kapitalisasi pasar harian atas seluruh saham dengan waktu pengamatan selama 180 hari bursa. Sedangkan perubahan kapitalisasi pasar di ukur dengan persamaan

:

$$\text{Log} \left(\frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n} \right)$$

Terdapat dua jenis kelompok data yang akan digunakan dalam penelitian ini, yaitu kelompok data perubahan volume kapitalisasi pasar harian untuk seluruh saham yang listing di BEI selama 180 hari pengamatan, yang digunakan untuk mengukur apakah besaran perubahan volume perdagangan, serta yang kedua adalah perubahan volume kapitalisasi pasar harian untuk tiap sektor industri yang akan digunakan untuk mengetahui sektor manasajakah yang volume kapitalisasi pasarnya terbesar.

4. Metode Yang Digunakan

Pengukuran terhadap Volatilitas harga

Pengukuran terhadap volatilitas harga diukur dengan dua metode :

1. Untuk mengukur apakah terjadi perubahan yang signifikan terhadap volatilitas harga maka digunakanlah analisis trend :

$$Y = a + bX$$

2. Untuk mengukur apakah terdapat perbedaan yang signifikan atas volatilitas harga antara sesi pagi dan sesi sore maka digunakan uji beda 2 rata rata, dengan menggunakan t-test :

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - (\mu_1 - \mu_2)_0}{\sqrt{s_p^2 / n_1 + s_p^2 / n_2}}$$

3.1.2 Pengukuran terhadap Likuiditas saham

Pengukuran terhadap liquiditas saham digunakan analisis trend :

$$Y = a + bX$$

3.1.2 Pengukuran terhadap Volume Perdagangan

Pengukuran terhadap volume perdangan digunakan analisis trend :

$$Y = a + bX$$

5. Hipotesis

Berdasarkan pendekatan teori terhadap mekanisme perdagangan continous, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

- H₁ : Terdapat perbedaan yang signifikan antara sesi pagi dan sore hari atas volatilitas harga yang berlaku di BEI
- H₂ : Terdapat trend perubahan yang signifikan terhadap liquiditas pasar atas saham-saham yang listing di BEI
- H₃ : Terdapat trend perubahan yang signifikan terhadap volume perdagangan atas saham-saham yang listing di BEI

Daftar Pustaka

- Amihud, Yakov and Mendelson, Haim.1987. Trading Mechanisms and Stock Returns : An Empirical Investigation, *Journal of Finance*, XLII,3, July, 533-553
- and Murgia ,1990, Stock Market Microstructure and Return Volatility : Evidence fro Italy,*Jhournal of Banking adn Finance*,Vol 14, 423-440
- 1991. Volatility, Efficiency and Trading : Evidence from The Japanese Stock Market. *Journal of Finance*, XLVI, no 5, December, 1765-1789
- Berument, Hakkan and Halil Kiyamaz, 2001, The Day of The Week Effect on Stock Market Volatility, *Jounral of Economics and Finance*, Vol 25, No2, Summer, 183 -198
- Chang, P. Rosita, Shuh-Tzi Hsu, Nai Kuan Huang and Ghon Rhee.1999. The Effects of Trading Methods on Volatility and Liquidity : Evidence from The Taiwan Stock Exchange, *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(1) &(2), January / March, 137 -170
-and S Ghon Rhee, Susatio Soedigno. 1995. Price Volatility of Indonesian Stocks, *Pacific Basin Finance Journal*, 3, 337- 355
- Choe, H., Shin, H.S. 1993. An Analysis of Interday and Intraday Return Volatility, Evidence from Korea Stock Exchange, *Pacific Basin Finance Journal* 1, 175 - 188
- Cohen, K.J.,R.A. Schawrtz (1989). An Electronic Call Market : Its Design and Desirability in HC Lucas Jr and R.A. Schwartz (eds), *The Chaleenge of*

Information Technology for The Securities Markets : Liquidity, Volatility, and Global Trending (Dow Jones Irwin) pp 15-58

Demsetz, Harold. 1968. The Cost of Transacting, Quaterly Journal of Economics, LXXXII, February, 33-53

Forde, Commerton, Carol, 1999. Do Trading Rules Impact on Market Efficiency ?
A

Comparison of Opening Procedures on The Australian dan Jakarta Stock Exchange, Pacific Basin Finance Journal, 7, 495- 521

Gibbons, R. Michael and Patrick Hess, 1981, Day of The Week Effects and Asset Returns, Journal of Business, Vol 54, No4, 579-596

Huang, R.D and H.R. Stoll .1991. The Design of Trading Systems : Lessons from

Abroad, in Rosita P Chang et al (eds), *The Effects of Trading Methods on Volatility and Liquidity : Evidence from The Taiwan Stock Exchange*, Journal of Business Finance and Accounting, 26(1) &(2), January / March, 137 -170

Jaffe, Jeffrey and Randolph Westerfield, 1985, Patterns in Japanese Common Stock

Returns : Day of The Week and Turn of The Year Effects, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 20, No 2, June

Keim, B,Donald adn Robert F Stambaugh, 1984. A Further Investigation of The Weekend Effect in Stock Market, Journal of Finance, XXXIX, No 3, July, 819 - 835

- Lakonishok, Josef and Maurice Levi.1982. Weekend Effects on Stock Returns : A Note. Journal of Finance,vol XXXVII, no 3, June, 883-889
-and Edwin Maberly, 1990. The Weekend Effect : Trading Patterns of Individual and Institutional Investors, Journal of Finance, Vol XLV,No 1, March, 231-243
- Madhavan, Ananth., 2002. Market Microstructure : A survey, Journal of Financial Markets, 3, 205- 208
-, 1992, Trading Mechanisms in Securities Markets, Journal of Finance, vol XLVII, no 2, June, 607 – 641
- Fama, Eugene, 1965, The Behavior of Stock Market Prices, Journal of Business, 38, January, 34 -99
- Osborne, M.F.M.,1962, Periodic Structure in The Brownian Motion of The Stock Market, Operation Research 10, 345- 379