

**DAMPAK PENERAPAN KEBIJAKAN *FULL CALL AUCTION* TERHADAP
VOLATILITAS HARGA DAN LIKUIDITAS SAHAM PADA SAHAM YANG
MASUK DALAM PAPAN PEMANTAUAN KHUSUS DI BURSA EFEK
INDONESIA**

***THE IMPACT OF IMPLEMENTING THE FULL CALL AUCTION POLICY ON
PRICE VOLATILITY AND STOCK LIQUIDITY FOR STOCKS LISTED ON THE
SPECIAL MONITORING BOARD OF THE INDONESIA STOCK EXCHANGE***

Wahyu Dio Ramadhan¹, Edyanus Herman Halim², Novita Indrawati³

Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Riau

E-mail: wahyudioramadhan@gmail.com¹, edyanus1963@gmail.com²,

novita.indrawati@lecturer.unri.ac.id³

ABSTRACT

This study analyzes the impact of implementing the Full Call Auction (FCA) policy on stocks listed on the Special Monitoring Board of the Indonesia Stock Exchange, focusing on changes in price volatility and stock liquidity before and after the policy took effect. Using an event study method with a 15-day trading window and a sample of 61 active stocks, the study measures volatility using the High-Low Volatility Estimator and liquidity using the average daily trading volume, followed by analysis with the Wilcoxon Signed Rank Test. The results show no significant differences in volatility ($p = 0.110$) or liquidity ($p = 0.367$) after the application of FCA, although descriptively there is a decrease of about 10% in volatility and around 40% in trading volume. These findings indicate that the FCA policy has not yet had a significant impact on market quality and currently functions more as a governance and investor protection tool in its early stages of implementation.

Keywords: *Full Call Auction, Price Volatility, Stock Liquidity, Special Monitoring Board, Indonesia Stock Exchange, Market Efficiency, Event Study.*

ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis dampak penerapan kebijakan *Full Call Auction* (FCA) pada saham-saham Papan Pemantauan Khusus di Bursa Efek Indonesia dengan fokus pada perubahan volatilitas harga dan likuiditas saham sebelum dan sesudah kebijakan diberlakukan. Menggunakan metode event study dengan jendela observasi 15 hari perdagangan serta sampel 61 saham aktif, penelitian mengukur volatilitas dengan High-Low Volatility Estimator dan likuiditas dengan rata-rata volume perdagangan harian, kemudian diuji menggunakan Wilcoxon Signed Rank Test. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat perbedaan signifikan pada volatilitas ($p = 0,110$) maupun likuiditas ($p = 0,367$) setelah penerapan FCA, meskipun secara deskriptif terjadi penurunan volatilitas sekitar 10% dan volume perdagangan sekitar 40%. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan FCA belum memberikan dampak signifikan terhadap kualitas pasar dan lebih berfungsi sebagai instrumen tata kelola serta perlindungan investor pada tahap awal implementasinya.

Kata Kunci: *Full Call Auction, Volatilitas Harga, Likuiditas Saham, Papan Pemantauan Khusus, Bursa Efek Indonesia, Efisiensi Pasar, Event Study.*

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan salah satu pilar utama dalam sistem keuangan modern yang memiliki peran strategis dalam mendorong pertumbuhan ekonomi nasional. Melalui pasar modal, perusahaan dapat menghimpun dana jangka panjang dengan menjual saham atau menerbitkan obligasi kepada publik, sementara investor memiliki kesempatan untuk memperoleh imbal hasil atas modal yang mereka investasikan. Proses ini memungkinkan terjadinya alokasi sumber daya secara efisien dari pihak yang memiliki kelebihan dana kepada sektor-sektor produktif yang membutuhkan pembiayaan, sehingga mendorong peningkatan kapasitas produksi, penciptaan lapangan kerja, dan inovasi.

Selain sebagai sarana penghimpunan dana, pasar modal juga berfungsi sebagai indikator kinerja ekonomi suatu negara. Pergerakan indeks harga saham, seperti Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia, sering kali mencerminkan ekspektasi pasar terhadap kondisi ekonomi makro, kebijakan pemerintah, serta kinerja sektor-sektor industri utama. Oleh karena itu, menjaga stabilitas dan efisiensi dalam mekanisme perdagangan saham menjadi sangat krusial bagi otoritas pasar modal. Bursa Efek Indonesia (BEI), sebagai penyelenggara perdagangan efek di Indonesia, terus berupaya untuk menciptakan ekosistem perdagangan yang transparan, adil, dan berintegritas.

Berbagai bursa saham di dunia telah mengadopsi sejumlah kebijakan dan inovasi untuk meningkatkan kualitas pasar, mulai dari peningkatan sistem teknologi perdagangan, reformasi regulasi, hingga perubahan mekanisme transaksi untuk memperbaiki proses penemuan harga (*price discovery*) dan mencegah manipulasi pasar. Salah satu

mekanisme yang banyak diterapkan di bursa saham adalah *call auction*, sebuah metode perdagangan di mana transaksi hanya dilakukan pada waktu tertentu setelah seluruh order dikumpulkan dan dianalisis untuk menentukan titik keseimbangan antara penawaran dan permintaan.

Seiring dengan implementasi kebijakan serupa di berbagai bursa global, Bursa Efek Indonesia (BEI) menetapkan mekanisme *Full Call Auction* (FCA) sebagai bagian dari Papan Pemantauan Khusus (PPK) tahap II sejak Maret 2024. Kebijakan ini ditujukan untuk mengatasi permasalahan likuiditas serta potensi manipulasi harga pada saham-saham tertentu. Langkah penerapan FCA menuai perhatian dan perdebatan di kalangan investor dan pelaku pasar modal. Menurut (Bursa Efek Indonesia, 2024) secara teknis *Full Call Auction* (FCA) adalah proses di mana perdagangan dilakukan selama jendela waktu tertentu dengan semua pesanan dikumpulkan sebelum eksekusi dilakukan. Mekanisme ini berbeda dengan sistem *continuous trading*, di mana transaksi terjadi secara *real-time* sepanjang jam perdagangan dan harga terus berubah mengikuti masuknya order pasar. Mekanisme *call auction* dinilai mampu meningkatkan transparansi harga dan mencegah manipulasi, terutama pada saham berlikuiditas rendah. Hal ini sejalan dengan temuan (Félez-Viñas dan Hagströmer, 2021). Dalam perdagangan saham biasa atau perdagangan terus-menerus (*continuous trading*), transaksi terjadi sepanjang hari perdagangan dengan harga yang terus berubah sesuai dengan order yang masuk. Sebaliknya, dalam *Full Call Auction*, harga ditetapkan hanya setelah semua order terkumpul dan dianalisis untuk menemukan titik keseimbangan terbaik. Bursa Efek Indonesia (BEI) mempertimbangkan penerapan *Full Call*

Auction (FCA) sebagai alternatif mekanisme perdagangan untuk meningkatkan efisiensi pasar, meredam volatilitas harga, serta mencegah manipulasi, khususnya pada sesi pembukaan dan penutupan perdagangan (Bursa Efek Indonesia, 2024). *Call auction* telah diterapkan di berbagai bursa dunia, seperti di Hong Kong, China, India, dan AS, dengan hasil yang beragam. Namun, penerapan *Full Call Auction* di Indonesia masih menjadi perdebatan dan menuai sentimen negatif dari berbagai pihak, termasuk investor ritel, pelaku pasar, dan analis keuangan. Banyak yang mempertanyakan efektivitas sistem ini dalam meningkatkan likuiditas dan volatilitas harga, serta dampaknya terhadap stabilitas pasar saham Indonesia.

Hasil penelitian dari berbagai negara seperti Hongkong, China, India dan Amerika Serikat menunjukkan bahwa dampak *Call auction* terhadap likuiditas, efisiensi harga, dan perilaku investor tidak selalu seragam. Hasil penelitian dari berbagai negara menunjukkan bahwa dampak *call auction* terhadap likuiditas, efisiensi harga, dan perilaku investor tidak selalu seragam. Studi di Hong Kong oleh (Park et al., 2022) menunjukkan bahwa perubahan desain *call auction* dapat mengurangi manipulasi harga penutupan, meskipun tidak berdampak signifikan terhadap volume perdagangan. Di China, penelitian oleh (Li et al., 2021) dan (Han et al., 2022) menemukan bahwa penerapan *call auction* meningkatkan efisiensi harga, namun menyebabkan lonjakan volatilitas sebelum sesi *auction* dimulai. Sementara itu, penelitian oleh (Acharya & Gaikwad, 2014) di India menunjukkan bahwa pengenalan *call auction* tidak berhasil menarik volume perdagangan yang signifikan, sehingga efektivitasnya dalam price discovery masih dipertanyakan. Di Amerika

Serikat, Menurut penelitian yang dilakukan oleh (Ozenbas Schwartz, Robert A., 2022), *Call Auction* menyebabkan peningkatan volume harian pada pembelian suatu sekuritas dan menyebabkan perubahan harga sekuritas dibuktikan dengan peningkatan harga setelah adanya pelelangan. Bila ditafsirkan secara kolektif, hasil empiris menunjukkan bahwa penangguhan lelang diikuti oleh penurunan volatilitas terutama pada tengah hari perdagangan dan pada penutupan.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh (Camilleri, 2015) menjelaskan bahwa penangguhan *call auction* diikuti oleh penurunan volatilitas, memiliki inferensi praktis yang penting sehingga dapat disimpulkan *call auction* tidak dapat secara otomatis diandalkan untuk mengurangi volatilitas. Sedangkan menurut penelitian (Harish & Mallikarjunappa, 2015) (Selten & Neugebauer, 2019) dan (Bhurjee & Ramanna, 2024) *Call Auction* tidak menyebabkan peningkatan harga saham dan bahkan membuat penurunan harga indeks saham bahkan semakin memperburuk. Pandangan lain juga ditemukan oleh (Pinfold & He, 2012) bahwa *Call Auction* penutupan meningkatkan kualitas penetapan harga saham dan mengurangi kejadian manipulasi pasar. Intinya kebijakan FCA tidak ada membela salah satu pihak dan merugikan pihak lainnya. Wawasan lain juga ditemukan oleh (Selten & Neugebauer, 2019), hasil penelitiannya menemukan bahwa Analisis teoritis menunjukkan bahwa *Call Auction* memasukkan informasi asimetris ke dalam harga. Analisis empiris menemukan bukti kuat untuk komponen informasi asimetris. Terjadi proses asimetri informasi pada saat transaksi *Call Auction*, menyebabkan

harga berubah dan volume transaksi meningkat.

Penerapan *Full Call Auction* di Indonesia berpotensi menimbulkan berbagai tantangan, terutama terkait dengan likuiditas, fleksibilitas bagi investor ritel, volatilitas harga, dan risiko manipulasi harga. Salah satu kekhawatiran utama adalah berkurangnya likuiditas pasar, karena dalam sistem *continuous trading*, investor dapat melakukan transaksi kapan saja sepanjang sesi perdagangan, sedangkan dalam *Full Call Auction*, perdagangan hanya dieksekusi pada waktu tertentu setelah order dikumpulkan. Jika likuiditas berkurang, maka bid-ask spread bisa melebar, sehingga meningkatkan biaya transaksi bagi investor. Selain itu, investor ritel di Indonesia yang lebih terbiasa dengan *continuous trading* mungkin mengalami kesulitan dalam beradaptasi dengan sistem baru ini, karena dalam *Call auction*, mereka harus menunggu hingga sesi *auction* selesai untuk melihat hasil eksekusi order mereka.

Penerapan kebijakan Papan Pemantauan Khusus Tahap II oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui mekanisme full periodic call *auction* sejak 25 Maret 2024 mendapatkan sorotan dari pelaku pasar. Berdasarkan data dari aplikasi RTI Business, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tercatat mengalami penurunan sebesar 1,91% sejak kebijakan ini diberlakukan, dan pada penutupan perdagangan tanggal 1 April 2024, IHSG melemah sebesar 1,15% ke level 7.205,06 (RTI Business, 2024).

Menurut pernyataan Direktur Perdagangan dan Pengaturan Anggota Bursa BEI, Irvan Susandy, kebijakan ini memang memberikan dampak terhadap pergerakan IHSG, namun bukan merupakan faktor utama penyebab penurunan. Ia menjelaskan bahwa

pelemahan IHSG lebih banyak dipengaruhi oleh kinerja negatif saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ45 (Liputan6.com, 2024). Respons pasar terhadap kebijakan ini pun beragam, sebagian pelaku pasar menyampaikan ketidaksetujuan, termasuk melalui petisi publik yang menilai mekanisme ini mengganggu stabilitas dan transparansi pasar saham.

Bahkan, ada yang sudah membuat petisi agar *Full Call Auction* dihapus. Petisi ini diinisiasi oleh seorang investor yang menggunakan nama IndoStocks Traders dalam petisinya pada 25 Maret 2024. Petisi tersebut menjelaskan peraturan full periodic *call auction* membuat pasar saham menjadi tidak stabil dan sulit diprediksi, mirip dengan permainan judi daripada investasi jangka panjang yang seharusnya aman dan dapat diprediksi. Lewat petisi, dia meminta kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk menghapuskan peraturan Papan Full *Auction* demi kestabilan pasar saham dan perlindungan bagi para investor. Dalam waktu beberapa hari, petisi tersebut telah mendapat dukungan dari 9.000 orang. (Liputan6.com, 2024).

Selain itu, penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa di beberapa negara, *Call auction* justru menyebabkan peningkatan volatilitas sebelum sesi *auction* dimulai. Penelitian oleh (Han et al, 2022) di pasar modal China menunjukkan bahwa setelah penerapan closing call *auction*, aktivitas perdagangan justru mengalami lonjakan pada sesi continuous trading sebelum *auction* dimulai, yang berujung pada peningkatan volatilitas harga menjelang penutupan pasar. Temuan ini mengindikasikan adanya pergeseran perilaku investor yang cenderung melakukan eksekusi lebih awal untuk menghindari ketidakpastian harga *auction*. Jika fenomena ini terjadi di

Indonesia, pasar dapat menjadi lebih tidak stabil, terutama bagi saham-saham dengan kapitalisasi pasar kecil dan likuiditas rendah. Selain itu, meskipun *Call auction* dirancang untuk mengurangi manipulasi harga, ada risiko bahwa pelaku pasar besar dapat mengatur harga eksekusi dengan menempatkan order dalam jumlah besar sebelum sesi *auction* berakhir. Hal ini bisa merugikan investor ritel, yang mungkin tidak memiliki informasi yang cukup untuk menyesuaikan strategi perdagangan mereka.

Oleh karena itu, penerapan *Full Call Auction* di Bursa Efek Indonesia memerlukan kajian lebih lanjut untuk memastikan bahwa kebijakan ini dapat meningkatkan efisiensi pasar tanpa mengorbankan likuiditas dan stabilitas harga. Diperlukan penelitian yang lebih dalam mengenai bagaimana *Full Call Auction* akan memengaruhi likuiditas, volatilitas harga di Indonesia. Selain itu, penting untuk memahami bagaimana investor ritel dan institusi dapat beradaptasi dengan sistem ini, serta apakah *Full Call Auction* benar-benar mampu mengurangi manipulasi harga atau justru membuka celah baru untuk distorsi harga. Dengan demikian, kebijakan yang diterapkan oleh BEI harus mempertimbangkan berbagai faktor ini agar tidak berdampak negatif terhadap pasar saham Indonesia secara keseluruhan.

METODE

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan *event study* untuk menganalisis perubahan volatilitas dan likuiditas saham sebelum dan sesudah penerapan kebijakan *Full Call Auction* (FCA), serta menggunakan regresi linear berganda untuk menguji pengaruh FCA terhadap variabel terkait. Penelitian dilakukan pada saham-saham di Papan Pemantauan Khusus Bursa Efek Indonesia dengan jendela waktu ± 15 hari perdagangan berdasarkan referensi metodologis yang merekomendasikan periode pendek untuk meminimalkan bias faktor eksternal. Populasi penelitian mencakup 221 saham yang masuk dalam papan tersebut, sedangkan sampel sebanyak 61 saham dipilih menggunakan *purposive sampling* berdasarkan kriteria perusahaan yang aktif diperdagangkan selama periode penelitian. Data yang digunakan merupakan data sekunder dari BEI, OJK, serta sumber harga saham seperti Yahoo Finance/Bloomberg, berupa harga dan volume perdagangan harian sebelum dan sesudah penerapan FCA untuk menghitung volatilitas dan likuiditas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Statistik Deskriptif Volatilitas Harga

Hasil analisis deskriptif volatilitas harga sebelum dan setelah penerapan FCA dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 1. Statistik Deskriptif Volatilitas Harga

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PrePV	61	.02805	.50958	.2519927	.10938462
PostPV	61	.03675	.59752	.2268452	.12989277
Valid N (listwise)	61				

Sumber: Data Olahan, 2025

Dari tabel 1 menunjukkan hasil statistik deskriptif volatilitas harga saham sebelum dan sesudah penerapan kebijakan *full call auction* selama periode penelitian 19 Februari – 23 April 2024 (15 hari perdagangan sebelum penerapan *full call auction* dan 15 hari perdagangan setelah penerapan *full call auction*) bahwa data yang digunakan sebanyak 61 data. Dari tabel 1 diatas dapat dilihat bahwa sebelum diterapkan kebijakan *Full Call Auction* volatilitas harga saham memiliki nilai minimum sebesar 0,02805, nilai maksimum sebesar 0,50958, rata-rata (mean) 0.2519927 dan standar deviasi sebesar 0,10938462 Sementara itu ketika sesudah diterapkan kebijakan *Full Call Auction*, volatilitas harga saham memiliki rata-rata 0,2268452 dan

standar deviasi sebesar 0,12989277. Rata-rata volatilitas harga saham sesudah diterapkannya kebijakan *Full Call Auction* menunjukkan bahwa nilainya lebih kecil 10% dari rata-rata sebelum diterapkannya kebijakan *Full Call Auction*. Sehingga dapat dilihat rata-rata volatilitas harga saham sesudah diterapkan kebijakan *Full Call Auction* di Indonesia menunjukkan angka yang lebih kecil dari pada sebelum diterapkan kebijakan *Full Call Auction* di Indonesia.

Statistik Deskriptif Volume Perdagangan

Hasil analisis deskriptif volume perdagangan sebelum dan setelah penerapan FCA dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2. Statistik Deskriptif Volume Perdagangan

Descriptive Statistics					
	N	Minimun	Maximun	Mean	Std. Deviation
PreVTA	61	45600	2574049400	121331119.18	375678644.484
PostVTA	61	14100	1236546500	72661186.89	206430720.223
Valid N (listwise)	61				

Sumber: Data Olahan, 2025

Dari tabel 2 menunjukkan hasil statistik deskriptif volume perdagangan sebelum dan sesudah penerapan kebijakan *full call auction* selama periode penelitian 19 Februari – 23 April 2025 (15 hari perdagangan sebelum penerapan *full call auction* dan 15 hari perdagangan setelah penerapan *full call auction*) bahwa data yang digunakan sebanyak 61 data. Dari tabel 2 diatas dapat dilihat bahwa sebelum diterapkan kebijakan *Full Call Auction* volume perdagangan memiliki nilai minimum sebesar 45.600 nilai maksimum sebesar 2.574.049.400, rata-rata (mean) 121.331.119, dan standar deviasi sebesar 375.678.644,484 Sementara itu ketika sesudah diterapkan kebijakan *Full Call Auction*, volume perdagangan memiliki

rata-rata 72.661.187 dan standar deviasi sebesar 206.430.720,223. Rata-rata volume perdagangan sesudah diterapkannya kebijakan *Full Call Auction* menunjukkan bahwa nilainya lebih kecil 40% dari rata-rata sebelum diterapkannya kebijakan *Full Call Auction*. Sehingga dapat dilihat rata-rata volume perdagangan sesudah diterapkan kebijakan *Full Call Auction* di Indonesia menunjukkan angka yang lebih kecil dari pada sebelum diterapkan kebijakan *Full Call Auction* di Indonesia.

Uji Normalitas Data

Uji normalitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel dalam penelitian ini berdistribusi secara normal atau tidak. Jika data berdistribusi normal

maka yang dipakai tes parametrik (paired sample t-test), sebaliknya jika data berdistribusi tidak normal maka digunakan tes non parametrik (wilcoxon signed rank test). Pada pengujian ini data yang digunakan adalah Kolmogorov

Smirnov karena jumlah sampel lebih dari 50.

Uji Normalitas Volatilitas Harga

Hasil uji normalitas volatilitas harga sebelum dan setelah penerapan FCA dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3. Uji Normalitas Volatilitas Harga

Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PrePV	.073	61	.200*	.987	61	.777
PostPV	.094	61	.200*	.946	61	.010
a. Lilliefors Significance Correction						

Sumber: Data Olahan, 2025

Pada tabel 3 dapat dilihat nilai signifikan volatilitas harga saham sebelum FCA pada Kolmogorov Smirnov $0,200 > 0,05$ artinya menunjukkan data berdistribusi normal. Pada volatilitas harga saham setelah FCA nilai signifikan sebesar $0,200 < 0,05$ artinya data berdistribusi normal. Uji beda berpasangan dilakukan menggunakan *Wilcoxon Signed Rank*

Test karena salah satu variabel tidak berdistribusi normal dan untuk menjaga konsistensi analisis.

Uji Normalitas Volume Perdagangan

Hasil uji normalitas volume perdagangan sebelum dan setelah penerapan FCA dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. Uji Normalitas Volume Perdagangan

Tests of Normality						
	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
PreVTA	.376	61	.000	.356	61	.000
PostVTA	.383	61	.000	.390	61	.000
a. Lilliefors Significance Correction						

Sumber: Data Olahan, 2025

Pada tabel 4 dapat dilihat nilai signifikan volume perdagangan saham sebelum FCA pada Kolmogorov Smirnov $0,000 < 0,05$ artinya menunjukkan data tidak berdistribusi normal. Pada volume perdagangan saham setelah FCA nilai signifikan sebesar $0,000 < 0,05$ artinya data berdistribusi tidak normal. Dari hasil data tersebut menjelaskan bahwa alat uji yang akan digunakan selanjutnya adalah

uji non parametrik (Wilcoxon Signed Rank Test).

Uji Hipotesis

Pada penelitian ini peneliti ingin melakukan uji hipotesis agar mengetahui perbedaan volatilitas harga dan volume perdagangan saham sebelum dan setelah penerapan kebijakan *full call auction*. Untuk mendapatkan hasil tersebut, hipotesis diuji dengan menggunakan Uji Beda *Wilcoxon Signed Rank Test* untuk

data yang non parametrik. Berikut adalah hasil dari pengujian:

Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test Volatilitas Harga

Hasil *Uji Wilcoxon Signed Rank Test* volatilitas harga sebelum dan setelah penerapan FCA dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. Uji *Wilcoxon Signed Rank Test* Volatilitas Harga

Ranks				
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
PostPV - PrePV	Negative Ranks	35 ^a	32.34	1132.00
	Positive Ranks	25 ^b	27.92	698.00
	Ties	1 ^c		
	Total	61		
a. PostPV < PrePV				
b. PostPV > PrePV				
c. PostPV = PrePV				

Test Statistics ^a	
	PostPV - PrePV
Z	-1.597 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.110
a. Wilcoxon Signed Ranks Test	
b. Based on positive ranks.	

Sumber: Data Olahan, 2025

Pada tabel 5 dapat dilihat bahwa hasil menunjukkan dari 61 sampel perusahaan terdapat 35 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 25 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* dan terdapat 1 sampel yang sama antara volatilitas harga sebelum dan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*.

Pada lampiran 3 dapat dilihat bahwa pada sektor barang baku dari 6 sampel perusahaan terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call*

Auction, terdapat 5 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*.

Pada sektor barang konsumen non-primer dari 6 sampel perusahaan terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor barang konsumen primer dari 14 sampel perusahaan terdapat 5 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil

dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 9 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor barang energi dari 2 sampel perusahaan terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor infrastruktur dari 6 sampel perusahaan terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* Pada sektor kesehatan ada 1 sampel perusahaan yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor keuangan dari 4 sampel perusahaan terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor perindustrian dari 9 sampel perusahaan terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 6 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* Pada sektor properti & real estat dari 8 sampel perusahaan terdapat 5 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* Pada sektor teknologi ada 1 sampel perusahaan yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* Pada sektor transportasi & logistik dari 4 sampel perusahaan terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volatilitas harga sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volatilitas harga setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada tabel 5 test statistik menunjukkan signifikansi yaitu sebesar 0,110 dimana $0,110 > 0,05$. Maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada antara volatilitas harga sebelum dan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* pada perusahaan yang masuk dalam papan pemantauan khusus di

Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test Volume Perdagangan

Hasil Uji Wilcoxon Signed Rank Test volume perdagangan sebelum dan setelah penerapan FCA dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 5. Uji Wilcoxon Signed Rank Test Volume Perdagangan

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
PostVTA - PreVTA	Negative Ranks	33 ^d	32.45	1071.00
	Positive Ranks	28 ^e	29.29	820.00
	Ties	0 ^f		
	Total	61		
d. PostVTA < PreVTA				
e. PostVTA > PreVTA				
f. PostVTA = PreVTA				

Test Statistics ^a	
	PostVTA - PreVTA
Z	-.901 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	.367
a. Wilcoxon Signed Ranks Test	
b. Based on positive ranks.	

Sumber: Data Olahan, 2025

Pada tabel 6 dapat dilihat bahwa hasil menunjukkan dari 61 sampel perusahaan terdapat 33 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 28 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* dan terdapat 1 sampel yang sama antara volume perdagangan sebelum dan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*.

Pada lampiran 3 dapat dilihat bahwa pada sektor barang baku hasil menunjukkan dari 6 sampel perusahaan terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan

kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 5 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*.

Pada sektor barang konsumen non-primer hasil menunjukkan dari 6 sampel perusahaan terdapat 2 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 4 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*.

Pada sektor barang konsumen primer hasil menunjukkan dari 14 sampel perusahaan terdapat 4 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 10 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor energi hasil menunjukkan dari 2 sampel perusahaan terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor infrastruktur hasil menunjukkan dari 6 sampel perusahaan terdapat 5 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor kesehatan hasil menunjukkan ada 1 sampel perusahaan yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor keuangan hasil menunjukkan dari 4 sampel perusahaan terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan

kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 1 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor perindustrian hasil menunjukkan dari 9 sampel perusahaan terdapat 5 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 4 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor properti & real estat hasil menunjukkan dari 8 sampel perusahaan terdapat 4 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 4 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*. Pada sektor teknologi hasil menunjukkan ada 1 sampel perusahaan yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada sektor transportasi & logistik hasil menunjukkan dari 4 sampel perusahaan terdapat 3 sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih kecil dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*, terdapat 1

sampel yang mempunyai nilai volume perdagangan sebelum penerapan kebijakan *Full Call Auction* lebih besar dari volume perdagangan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*

Pada tabel 6 test statistik menunjukkan signifikansi yaitu sebesar 0,367 dimana $0,367 > 0,05$. Maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada antara volume perdagangan sebelum dan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* pada perusahaan yang masuk dalam papan pemantauan khusus di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.

Pembahasan

Volatilitas Harga Sebelum dan Setelah Penerapan Kebijakan *Full Call Auction*

Hasil uji hipotesis yang dilakukan untuk menguji perbedaan volatilitas harga saham sebelum dan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan *Full Call Auction* belum mampu memberikan pengaruh yang nyata terhadap tingkat volatilitas harga saham, khususnya pada saham-saham yang masuk dalam Papan Pemantauan Khusus.

Jika dilihat berdasarkan sektor terdapat variasi perubahan volatilitas harga antar sektor setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction*. Pada sektor barang baku, mayoritas sampel (5 dari 6 perusahaan) memperlihatkan penurunan volatilitas harga setelah kebijakan diterapkan. Sementara itu, sektor barang konsumen non-primer menunjukkan hasil yang berimbang, di mana terdapat 3 sampel yang mengalami peningkatan dan 3 sampel yang mengalami penurunan. Pada sektor barang konsumen primer, sebagian besar sampel (9 dari 14 perusahaan) juga

memperlihatkan penurunan volatilitas harga.

Di sisi lain, sektor energi, infrastruktur, dan transportasi & logistik menunjukkan hasil yang relatif seimbang antara sampel yang volatilitasnya meningkat maupun menurun. Adapun pada sektor kesehatan dan teknologi, jumlah sampel yang terbatas membuat hasil yang diperoleh tidak dapat digeneralisasikan. Sementara itu, sektor keuangan memperlihatkan mayoritas sampel mengalami peningkatan volatilitas setelah kebijakan, sedangkan sektor properti & real estat justru memperlihatkan mayoritas sampel mengalami penurunan volatilitas.

Secara keseluruhan, pola perubahan yang muncul menunjukkan adanya variasi antar sektor dan tidak terdapat kecenderungan yang seragam. Hal ini sejalan dengan hasil uji statistik menggunakan Wilcoxon Signed Rank Test, yang menunjukkan bahwa perbedaan volatilitas harga sebelum dan sesudah penerapan kebijakan *Full Call Auction* tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, meskipun adanya perbedaan pada beberapa sektor, hasil pengujian empiris mengindikasikan bahwa kebijakan *Full Call Auction* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap volatilitas harga saham secara agregat.

Secara teori, penerapan *Full Call Auction* diharapkan dapat menurunkan volatilitas karena mekanisme lelang berfungsi memperlambat proses pembentukan harga, sehingga mengurangi potensi terjadinya lonjakan harga yang tidak wajar akibat perdagangan spekulatif. Namun, hasil empiris penelitian ini menunjukkan bahwa efek tersebut tidak terkonfirmasi secara signifikan. Hal ini dapat disebabkan oleh karakteristik saham di Papan Pemantauan Khusus yang cenderung memiliki tingkat perdagangan

rendah (thin trading) dan partisipasi investor yang terbatas. Dengan kondisi tersebut, mekanisme *Full Call Auction* tidak mampu mengubah pola volatilitas harga secara nyata.

Selain itu, volatilitas harga saham pada umumnya lebih dipengaruhi oleh faktor eksternal, seperti kondisi makroekonomi, kebijakan pemerintah, fundamental perusahaan, dan sentimen pasar secara keseluruhan. Perubahan struktur perdagangan seperti *Full Call Auction* hanya berperan pada level mikrostruktur pasar dan dampaknya terhadap volatilitas bisa menjadi terbatas apabila faktor fundamental dan eksternal lebih dominan.

Temuan ini juga sejalan dengan penelitian terdahulu, misalnya Aitken et al. (2015) dan Derksen et al. (2019), yang menyatakan bahwa penerapan call auction tidak selalu menghasilkan penurunan volatilitas secara signifikan. Kebijakan ini lebih efektif dalam meningkatkan transparansi, mencegah manipulasi harga, serta menjaga integritas perdagangan dibandingkan mengubah karakteristik volatilitas itu sendiri.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kebijakan *Full Call Auction* pada konteks Papan Pemantauan Khusus lebih berfungsi sebagai instrumen tata kelola pasar dan perlindungan investor, daripada instrumen yang secara langsung mampu menekan atau meningkatkan volatilitas harga saham. Hasil penelitian ini memberikan pemahaman bahwa untuk menurunkan volatilitas secara signifikan, diperlukan sinergi kebijakan lain yang mendukung, baik dari sisi regulasi maupun penguatan fundamental emiten yang masuk dalam papan tersebut.

Volume Perdagangan Sebelum dan Setelah Penerapan Kebijakan *Full Call Auction*

Hasil uji hipotesis mengenai likuiditas saham menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah penerapan kebijakan *Full Call Auction* (FCA) pada saham-saham yang masuk dalam Papan Pemantauan Khusus. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan tersebut belum mampu memberikan pengaruh nyata dalam meningkatkan maupun menurunkan tingkat likuiditas perdagangan saham.

Jika dilihat berdasarkan sektor industri, terdapat variasi perubahan volume perdagangan antar sektor setelah penerapan kebijakan FCA. Pada sektor barang baku, sebagian besar sampel (5 dari 6 perusahaan) memperlihatkan volume perdagangan yang lebih tinggi pada periode sebelum dibandingkan dengan sesudah kebijakan diterapkan. Pola serupa juga terlihat pada sektor barang konsumen primer dan non-primer, di mana mayoritas perusahaan mengalami penurunan volume perdagangan setelah penerapan FCA.

Sektor energi menunjukkan hasil yang lebih seimbang antara perusahaan yang mengalami peningkatan dan penurunan volume perdagangan. Sebaliknya, sektor infrastruktur memperlihatkan kecenderungan berbeda dengan 5 dari 6 perusahaan mengalami peningkatan volume perdagangan setelah kebijakan diberlakukan. Pola peningkatan serupa juga ditemukan pada sektor kesehatan, keuangan, perindustrian, serta transportasi dan logistik, di mana sebagian besar perusahaan mencatat volume perdagangan yang lebih besar setelah penerapan FCA. Adapun sektor properti dan real estat menunjukkan hasil yang relatif berimbang, sementara sektor teknologi—yang hanya diwakili satu

sampel—memperlihatkan penurunan volume perdagangan setelah kebijakan.

Secara umum, temuan deskriptif ini memperlihatkan bahwa dampak penerapan FCA terhadap volume perdagangan tidak bersifat seragam. Beberapa sektor menunjukkan kecenderungan penurunan, sedangkan sektor lain mengalami peningkatan. Variasi pola ini menandakan adanya perbedaan karakteristik antar industri yang memengaruhi respons pasar terhadap kebijakan.

Namun demikian, hasil pengujian statistik menggunakan Wilcoxon Signed Rank Test menunjukkan bahwa perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah penerapan kebijakan tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, meskipun terdapat perbedaan antar sektor, secara agregat FCA tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap perubahan volume perdagangan saham pada perusahaan yang dianalisis.

Secara konseptual, penerapan FCA bertujuan untuk meningkatkan kualitas perdagangan melalui mekanisme lelang yang menggabungkan seluruh order, sehingga harga yang terbentuk diharapkan lebih mencerminkan keseimbangan antara permintaan dan penawaran. Mekanisme ini diharapkan dapat mendorong peningkatan aktivitas transaksi dan memperbaiki likuiditas pasar. Namun, hasil empiris penelitian ini menunjukkan bahwa tujuan tersebut belum tercapai secara signifikan.

Salah satu penyebabnya adalah karakteristik saham di Papan Pemantauan Khusus yang umumnya memiliki volume perdagangan rendah, basis investor terbatas, dan tingkat risiko tinggi. Kondisi tersebut membuat minat investor untuk bertransaksi relatif kecil sehingga perubahan mekanisme

perdagangan tidak serta-merta meningkatkan likuiditas. Dengan demikian, likuiditas saham pada papan ini lebih ditentukan oleh fundamental emiten dan minat investor, bukan oleh desain mikrostruktur pasar.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Park et al. (2022) yang menunjukkan bahwa penerapan call auction tidak berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan karena aktivitas pasar lebih dipengaruhi oleh faktor fundamental, sentimen, dan kondisi makroekonomi. Hasil serupa juga ditemukan oleh Hillion dan Suominen (2004) yang menyatakan bahwa kebijakan call auction lebih berfungsi dalam aspek tata kelola pasar untuk mencegah manipulasi harga dan aktivitas perdagangan abnormal, bukan untuk memperbesar kedalaman pasar. Temuan dalam penelitian ini juga konsisten dengan Teto dan Husodo (2025) yang menemukan bahwa FCA di Indonesia tidak berdampak signifikan terhadap volatilitas maupun likuiditas. Penelitian internasional oleh Han et al. (2022) dan Acharya & Gaikwad (2014) turut memperkuat hasil ini dengan menunjukkan bahwa mekanisme call auction di Shanghai dan India juga tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap likuiditas maupun pembentukan harga (*price discovery*).

Kondisi ini dapat dijelaskan melalui Liquidity Theory yang dikemukakan oleh Amihud dan Mendelson (1986). Teori ini menyatakan bahwa likuiditas suatu aset sangat dipengaruhi oleh frekuensi dan volume transaksi, serta biaya transaksi (*transaction cost*) yang harus ditanggung investor. Aset dengan tingkat likuiditas rendah cenderung memiliki premi risiko yang lebih tinggi karena investor menuntut kompensasi atas kesulitan menjual aset tersebut. Dalam konteks penelitian ini, saham-saham yang

tercatat di Papan Pemantauan Khusus memiliki karakteristik volume perdagangan rendah, basis investor terbatas, dan persepsi risiko tinggi, sehingga minat investor untuk bertransaksi tetap rendah meskipun mekanisme perdagangan diubah menjadi sistem lelang penuh. Hal ini menyebabkan perubahan mikrostruktur pasar melalui FCA tidak cukup kuat untuk meningkatkan likuiditas secara agregat. Dari sudut pandang Liquidity Theory, hasil ini menegaskan bahwa likuiditas tidak hanya ditentukan oleh desain mekanisme perdagangan, melainkan juga oleh faktor struktural pasar dan perilaku investor. Jumlah partisipan aktif yang rendah, tingkat risiko saham yang tinggi, serta biaya transaksi yang relatif besar menyebabkan likuiditas saham-saham di papan ini sulit meningkat.

Kondisi struktural pasar Indonesia juga memperkuat hasil tersebut. Data Bursa Efek Indonesia (2025) menunjukkan bahwa meskipun jumlah investor ritel mencapai 16,9 juta, hanya sekitar 179 ribu investor yang aktif berdagang setiap hari. Rendahnya partisipasi ini membatasi efek kebijakan terhadap likuiditas. Selain itu, IHSG relatif stabil pada kisaran 6.900–7.300 selama Februari–April 2024 tanpa lonjakan volatilitas berarti, yang menandakan kondisi pasar tenang dan cenderung efisien.

Faktor makroekonomi global dan domestik turut berperan. Sepanjang 2023–2024, The Federal Reserve mempertahankan suku bunga tinggi di kisaran 5,25–5,50%, sementara Bank Indonesia menaikkan suku bunga menjadi 6,25% untuk menjaga stabilitas rupiah. Kenaikan suku bunga membuat investor cenderung memilih instrumen berisiko rendah seperti deposito dan obligasi. Berdasarkan Modern Portfolio Theory (Markowitz, 1952), investor

rasional akan menyesuaikan portofolionya berdasarkan keseimbangan risiko dan imbal hasil (risk-return tradeoff). Ketika suku bunga meningkat, aset bebas risiko menjadi lebih menarik, sehingga permintaan terhadap saham berisiko menurun.

Dengan demikian, hasil penelitian ini menegaskan bahwa efektivitas FCA di Indonesia masih terbatas. Kondisi pasar yang relatif stabil, rendahnya partisipasi aktif investor, serta pengaruh kuat faktor makroekonomi khususnya kebijakan suku bunga global dan domestik membatasi peran FCA dalam mendorong perubahan signifikan terhadap volatilitas maupun likuiditas. Oleh karena itu, FCA lebih tepat dipandang sebagai instrumen pengawasan dan tata kelola perdagangan yang berfungsi menjaga integritas pasar daripada sebagai kebijakan yang secara langsung mengubah dinamika perdagangan saham secara keseluruhan.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat perbedaan signifikan pada volatilitas harga dan likuiditas saham sebelum dan setelah penerapan kebijakan *Full Call Auction* (FCA) di Bursa Efek Indonesia pada periode 19 Februari hingga 23 April 2024, dengan titik acuan penerapan resmi FCA pada 25 Maret 2024. Berdasarkan hasil uji statistik menggunakan metode Wilcoxon Signed-Rank Test, ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan baik pada variabel volatilitas harga maupun likuiditas saham sebelum dan sesudah penerapan kebijakan FCA. Hasil ini menunjukkan bahwa penerapan FCA di Indonesia pada tahap awal belum mampu memberikan perubahan substansial terhadap kualitas pasar, khususnya dalam menurunkan volatilitas dan meningkatkan likuiditas saham yang

termasuk dalam papan pemantauan khusus

Selain faktor mekanisme perdagangan, pengaruh faktor eksternal makroekonomi diduga turut memengaruhi hasil penelitian ini. Pada periode pengamatan, tingkat suku bunga global dan domestik berada pada level tinggi, di mana The Federal Reserve mempertahankan suku bunga acuan di kisaran 5,25–5,50%, sementara Bank Indonesia menaikkan BI-Rate hingga 6,25% untuk menjaga stabilitas nilai tukar rupiah. Kondisi ini mendorong investor cenderung beralih ke instrumen berisiko rendah seperti obligasi atau deposito, sehingga aktivitas perdagangan saham menurun dan berdampak pada rendahnya likuiditas pasar.

Dengan demikian, FCA sebagai kebijakan secara langsung belum mampu meningkatkan likuiditas atau menurunkan volatilitas. Untuk itu, diperlukan dukungan kebijakan lain, seperti peningkatan transparansi perdagangan, edukasi investor, serta insentif untuk meningkatkan partisipasi pasar agar tujuan peningkatan efisiensi pasar dapat tercapai secara optimal.

DAFTAR PUSTAKA

- Abidin, K. (2023). *Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan dan Suku Bunga terhadap Likuiditas Saham pada Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Mitra Wacana Media. <https://journal.uwks.ac.id/index.php/equilibrium/article/view/308/0>
- Agarwalla, S. K., Jacob, J., & Pandey, A. (2015). *Impact of the introduction of call auction on price discovery: Evidence from the Indian stock market using high-frequency data*. SSRN Electronic Journal.
- Acharya, R. H., & Gaikwad, V. (2014). *Pre-open call auction and price discovery: Evidence from India*. *International Journal of Economics and Finance*, 6(9), 25–34.
- Bank Indonesia. (2024). *Laporan Kebijakan Moneter 2024*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Barclay, M. J., Hendershott, T., & Jones, C. M. (2008). *Order consolidation, price efficiency, and extreme liquidity shocks*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 93-121.
- Bhurjee, K., & Saragur Ramanna, V. (2024). *Preopening auctions and price discovery in initial public offerings*. *Journal of Banking & Finance*, 165, 107196. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107196>
- Bursa Efek Indonesia. (2024). *Pengumuman Penerapan Papan Pemantauan Khusus Tahap II: Peng-00001/BEI.PB1/03-2024*. Jakarta: BEI.
- Bursa Efek Indonesia. (2025, Juli 21). *Investor ritel tembus 16,9 juta di pasar modal*. Diakses dari <https://market.bisnis.com>
- Camilleri, S. J. (2015). *Do call auctions curtail price volatility? Evidence from the National Stock Exchange of India*. *Managerial Finance*, 41(1), 67–79. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0292>
- Chang, E. C., Huang, R. D., & Wang, Q. (2020). *Effectiveness of closing call auctions: Evidence from the Taiwan Stock Exchange*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101355.
- Chang, R. P., Hsieh, P. H., & Lin, H. C. (2020). *Closing call auctions and price efficiency: Evidence from the Taiwan Stock Exchange*. *Pacific-*

- Basin Finance Journal, 60, 101273.
- Dana Kita Investama. (2024, Maret 5). *Ulasan pasar per 29 Februari 2024*. Diakses dari <https://www.danakitainvestama.com>
- Derksen, M., et al. (2020). *Clearing Price Distributions in Call auctions*. Working Paper, arXiv:1904.07583.
- Fama, E. F. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Federal Reserve. (2024). *Federal Reserve issues FOMC statement July 2024*. Retrieved from <https://www.federalreserve.gov>
- Félez-Viñas, E., & Hagströmer, B. (2021). *Do volatility extensions improve the quality of closing call auctions?*. *The Financial Review*.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14th ed.). Boston: Pearson Education.
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71–100. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90044-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90044-3)
- Han, Q., Zhao, C., Chen, J., & Guo, Q. (2022). *Reexamining the impact of closing call auction on market quality: Evidence from the Shanghai stock exchange*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 74, 101821.
- Harish, S. N., & Mallikarjunappa, T. (2015). *Call Auction and Market Quality: Evidence from Bombay Stock Exchange*. *Capital Markets: Market Microstructure E Journal*. <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:168110458>
- Hillion, P., & Suominen, M. (2004). *The manipulation of closing prices*. *Journal of Financial Markets*, 7(4), 351-375.
- Huang, Y. S., & Tsai, W. C. (2008). *The impact of closing call auctions on market quality: Evidence from Taiwan*. *Emerging Markets Review*, 9(3), 176-193.
- Hull, J. C. (2012). *Options, Futures, and Other Derivatives* (8th ed.). Pearson Education.
- Iba, Z., & Wardhana, A. (2023). Metode Penelitian Metode Penelitian. In *Metode Penelitian Kualitatif* (Vol. 3, Issue 17). [http://repository.unpas.ac.id/30547/5/BAB III.pdf](http://repository.unpas.ac.id/30547/5/BAB%20III.pdf)
- In'am Widiarma. (2025). *Pengaruh kebijakan papan pemantauan khusus (Full Call Auction) dengan transaksi harga saham dibawah lima puluh rupiah terhadap IHSG*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya. <https://repository.stiesia.ac.id/id/eprint/6747/>
- Jogiyanto, H. M. (2015). *Teori portofolio dan analisis investasi* (10 ed.). BPFE-Yogyakarta.
- Kadioglu, E. (2021). *Market quality implications of continuous trading and regulatory design: Evidence from Turkey*. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101265.
- Kalay, A., Wei, L., & Wohl, A. (2002). *Continuous trading or call auctions: Revealed preferences of investors at the Tel Aviv Stock Exchange*. *Journal of Finance*, 57(1), 523-542.
- Katadata. (2024, Februari 1). *Awal bulan, IHSG ditutup melemah ke level 7.201*. Diakses dari

- <https://databoks.katadata.co.id>
- Kyle, A. S. (1985). *Continuous Auctions and Insider Trading*. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335.
- Li, J., Luo, S., & Zhou, G. (2021). *Call auction, continuous trading, and closing price formation: Evidence from China's stock market*. *Journal of Empirical Finance*, 62, 112-134.
- Li, M., Qi, T., Huang, Y., Feng, P., & Zhao, Y. (2022). *Does closing call auction improve market quality? Evidence from China*. *Emerging Markets Review*, 50, 100803.
- Lin, Y., Michayluk, D., & Zou, M. (2019). *Can random auction ending curb market manipulation?*, Rochester, NY: Social Science Research Network (SSRN). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3404507>
- Liputan6.com. (2024, 1 April). *IHSG Melemah Usai Penerapan Full Call Auction, Ini Respons BEI*. Diakses dari <https://www.liputan6.com/bisnis>
- Markowitz, H. (1952). *Portfolio Selection*. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Mastrolia, T., & Xu, M. (2024). *Clearing time randomization and transaction fees for auction market design*. arXiv preprint arXiv:2405.09764.
- Massot, M., Pascual, R., & Abad, D. (2024). *Closing call auctions in European markets: Liquidity, efficiency, and manipulation risk*. *European Financial Management*, 30(1), 72–95.
- Milgrom, P. (2021). *Auction research evolving: Theorems and market designs*. *American Economic Review*, 111(5), 1383–1405.
- Muscarella, C. J., & Piwowar, M. S. (2001). *Market microstructure and securities values: Evidence from the Paris Bourse*. *Journal of Financial Markets*, 4(3), 209-229.
- O'Hara, M. (1995). *Market Microstructure Theory*. Blackwell Publishers.
- Ozenbas Schwartz, Robert A., D. (2022). *The Return of the Call Auction*. In [] B T - (Ed.), *The Journal of Portfolio Management* (Vol. 48, Issue 48, pp. 110–126). <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2018.04.012>
- Pagano, M., & Schwartz, R. A. (2003). *A closing call's impact on market quality at Euronext Paris*. *Journal of Financial Services Research*, 24(2-3), 165-197.
- Park, S. G., Suen, W., & Wan, K. M. (2022). *Call auction Design and Closing Price Manipulation: Evidence from the Hong Kong Stock Exchange*. *Journal of Financial Markets*, 58, 100627.
- Perdana, A. A., Gemilang, F. A., & Ridho, F. M. (2024). *Dampak Full Call Auction terhadap Harga Saham BREN di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Ilmu Manajemen dan Bisnis*, 12(1), 33–45.
- Pinfold, J. F., & He, D. (2012). *The impact of introducing a pre-close on the New Zealand share market*. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(1), 99–110. <https://doi.org/10.1108/13581981211199443>
- RTI Business. (2024). *Data IHSG dan pergerakan indeks sejak 25 Maret 2024*. Diakses dari <https://www.rti.co.id>
- Seongkyu Gilbert Park, Wing Suen, Kam-Ming Wan. (2022). *Call auction design and closing price manipulation: Evidence from the Hong Kong stock exchange*. *Journal of Financial Markets*, 10(1), 14-36.
- Selten, R., & Neugebauer, T. (2019).

Experimental stock market dynamics: Excess bids, directional learning, and adaptive style-investing in a call-auction with multiple multiperiod lived assets. Journal of Economic Behavior and Organization, 157, 209–224. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2018.04.012>

- Stock, I., & Building, E. (2024). www.idx.co.id. 150515.
- Sugiyono. (2017). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Teto, S. C., & Husodo, Z. A. (2025). *Analisis dampak penerapan Full Call Auction terhadap saham di Bursa Efek Indonesia*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia. Retrieved from https://rlc-mm.feb.ui.ac.id/index.php?id=10391&p=show_detail
- Trihendradi, C. (2011). *Step by step SPSS: Analisis data statistik*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Yamamoto, R., Fang, X., & Funaki, Y. (2025, February). *Opening call auction designs and the spillover effect to a continuous market*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.5218200>
- Yamin, S., & Kurniawan, H. (2014). *SPSS complete: Teknik analisis statistik terlengkap dengan software SPSS*. Jakarta: Salemba Infotek.