

Analisis Pergerakan Harga Saham Untuk Mendeteksi Adanya Noise Atau Kedatangan Informasi Di Bursa Efek Indonesia

Kartini *
Kurnia Yuspita **

Abstract

This study aimed to test the presence of noise or the arrival of information between non-trading period returns and trading period with prior periods. The data used are secondary data from the companies listed in LQ45 for 2009 and 2011. The sample in this study was 103 companies. Analysis tools used to test the hypothesis auto correlation. Results of this study indicate that the price movement of shares between non-trading period and the period of trading in the stock exchanges in Indonesia caused by noise and arrival information. Correction caused by the noise made during the trading period. Based on company size, sales volume up and down market conditions, the price correction caused by the noise made during the trading period. Unless quintile based on trading volume, because the price correction caused by the noise made during non-trading periods.

Keyword: *noise, arrival information, firm size, trading volume, up-down market.*

*Dosen Fakultas Ekonomi UII

**Alumni Fakultas Ekonomi UII

Pendahuluan

Selama ini ekonom di berbagai belahan dunia mencoba menjelaskan teknik pengambilan keputusan secara kuantitatif (dengan pemodelan matematika, statistika, dan ekonometrika) yang mengasumsikan manusia selalu berperilaku rasional. Tetapi pemodelan kuantitatif mulai dipertanyakan beberapa kalangan ketika beberapa kasus keuangan tidak mampu dijelaskan menggunakan teori keuangan standar (Bikhchandani dan Sharma 2001). Maka dari itu Teori Keuangan Keperilakuan (*Behaviour Finance*) dikembangkan untuk menganalisis bias psikologi yang belum terakomodasi dalam teori keuangan standar. Menurut teori keuangan perilaku, pembeli saham menghendaki agar harga saham yang dibelinya naik sedangkan penjual menginginkan harga saham yang dijualnya mengalami penurunan. Perbedaan pendapat dari penjual dan pembeli saham ini bisa menyebabkan harga yang tercipta tidak stabil. Harga yang tidak stabil bisa membuat pergerakan dari harga saham juga cenderung tidak stabil. -

Pergerakan dari harga saham bisa berarti adanya kedatangan informasi baru atau adanya *noise* (Huang, et al., 2000). Kedatangan informasi yang baru diantaranya pembagian deviden, tingkat bunga, laba dan pengumuman laporan keuangan perusahaan baik informasi di masa lalu, masa sekarang ataupun informasi yang baru bersifat pendapat yang beredar dalam pasar (Harsono, 2003). Sedangkan *noise* sendiri merupakan fluktuasi harga dan volume yang tidak memberikan informasi penting tentang pergerakan harga di pasar (Black, 1986). Fluktuasi harga dan volume yang tidak memberikan informasi ini membuat investor menjadi tidak tepat dalam melakukan penilaian terhadap nilai saham yang sesungguhnya. Pendekatan *noise trading* mendasarkan pada *noise* yang

seakan-akan sebuah kedatangan informasi. Jika banyak *noise trading*, maka pasar menjadi semakin tidak liquid (Sucahyo, 2004). Fakta yang ada dilapangan menunjukkan bahwa pedagang *noise* menempatkan *noise* dalam harga sekuritas yang diperdagangkan (Sumiyana, 2007).

Penelitian tentang *noise* dilakukan oleh Black (1986). Dalam penelitiannya yang berjudul 'Noise', Black menyatakan bahwa (*noise*) adalah perdagangan yang mengganggu *noise* seolah-olah informasi. *Noise* juga membuat pasar keuangan menjadi mungkin, tetapi juga membuat pasar menjadi tidak sempurna. *Noise* membuat sangat sulit untuk menguji teori-teori praktis atau akademis tentang pasar keuangan rasional. Dengan kata lain, *noise* menciptakan kesempatan untuk perdagangan yang menguntungkan tetapi pada saat yang sama membuatnya sulit untuk diperdagangkan yang menguntungkan.

Dengan melihat kondisi ini maka studi perilaku dalam bidang manajemen keuangan sangat perlu dilakukan, karena dengan penelitian tersebut dapat diketahui bagaimana perilaku investor (pemodal) dalam menginvestasikan dananya baik pada sektor riil maupun sektor keuangan. Sejauh pengetahuan peneliti, studi mengenai perilaku investor dalam berinvestasi belum banyak dilakukan di Indonesia. Sehingga penelitian mengenai *noise* ini sangat perlu dilakukan karena studi ini berupaya untuk melakukan pengungkapan yang berkaitan dengan perilaku investor dalam pasar keuangan di Indonesia.

Terlebih pada pasar keuangan yang masuk dalam kualifikasi *emerging market* seperti pasar keuangan di Indonesia, perilaku investasinya juga sangat dipengaruhi oleh rumor, yang disebut dengan *Noise Trading Behaviour* (Asri, 2003). Pasar keuangan digerakkan oleh informasi, tetapi tidak tertutup kemungkinan bahwa dalam proses

pemaknaan informasi itu ada unsur subjektivitas, emosi dan faktor psikologis lainnya. Untuk itu, ilmu psikologi harus memberikan kontribusi sehingga penelitian keuangan tidak hanya bisa menjawab apa (*what*) tetapi bisa pula menjelaskan mengapa (*why*) dan bagaimana (*how*) secara lebih komprehensif (Asri, 2003).

Sesuai dengan uraian latar belakang maka yang menjadi pokok permasalahan adalah bagaimana pergerakan harga saham antara *return* periode non perdagangan dan *return* perdagangan dengan periode-periode sebelumnya dalam Bursa Efek di Indonesia. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pergerakan harga saham antara periode non perdagangan dan perdagangan dengan periode-periode sebelumnya dalam Bursa Efek Indonesia.

Kajian Pustaka

1. Kedatangan Informasi

Harga saham dalam pasar modal di Indonesia mencerminkan adanya kedatangan informasi. Bila penyebaran kedatangan informasi berjalan baik maka pelaku pasar dapat membentuk harga yang baru. Sehingga tidak ada pelaku pasar yang dapat memanfaatkan analisis tersebut untuk mendapatkan keuntungan ekstra, yang lebih besar dari keuntungan yang diperoleh pelaku pasar lainnya. Di Indonesia yang pasarnya dalam bentuk efisien setengah kuat membuat harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi di laporan keuangan.

Harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua kedatangan informasi yang dipublikasikan (*public information*) termasuk dalam laporan keuangan seperti pendapatan, *dividen*, pengumuman *stock*

split, pengembangan produk baru, kesulitan keuangan, maupun perubahan data-data akuntansi perusahaan. Pengujiannya atas kecepatan harga sekuritas melakukan penyesuaian (*speed of adjustment*) terhadap kedatangan informasi baru di pasar modal (Shiller, 1986).

2. Noise

Selain mencerminkan kedatangan informasi, dalam harga saham jugamencerminkan *noise* dari *noise trader*. *Noise trader* membuat harga saham cenderung bergerak kembali ke nilainya sepanjang waktu. Semakin jauh harga saham bergerak menjauhi nilainya, maka akan semakin cepat harga saham tersebut bergerak kembali ke nilainya. Menurut Sumiyana (2009), *noise trader* membentuk taksiran yang salah terutama masalah variansi distribusi perolehan aktiva tertentu. Untuk ketidaktepatan persepsi seperti itu, pedagang *noise* tidak hanya menghasilkan perolehan lebih tinggi daripada investor rasional tetapi juga bisa bertahan dan mendominasi pasar dalam kekayaan jangka panjang sekali pun mereka mengambil resiko berlebihan.

Noise merupakan fluktuasi harga dan volume yang tidak memberikan informasi penting tentang pergerakan harga di pasar (Black, 1986). Fluktuasi harga dan volume yang tidak memberikan informasi ini membuat investor menjadi tidak tepat dalam penilaian terhadap nilai saham. *Noise* adalah salah satu faktor penting yang diperhatikan investor karena *noise* tingkat tinggi dapat memiliki nilai negatif terhadap pasar modal dan ekonomi, seperti harga efek yang kurang informatif, kurang alokasi modal, risiko tinggi, dan adanya gelembung aset (Hwang, 2004).

Pendekatan *noise trading* menyatakan bahwa terdapat variabilitas harga yang diakibatkan oleh perdagangan tak terduga yang tidak berkorelasi dengan informasi valid. *Noise trading* melihat seakan-akan *noise* adalah informasi. Semakin banyak *noise trading* maka semakin tidak *likuid* suatu pasar, dalam arti semakin sering perdagangan yang memungkinkan pengamatan harga. Harga saham mencerminkan informasi dari pedagang berbasis informasi dan *noise* dari *noise trader*.

Perbedaan antara *noise* dan informasi diindikasikan oleh perbedaan nilai autokorelasi. Nilai autokorelasi yang negatif menandakan adanya *noise*. Sedang nilai autokorelasi yang positif menandakan adanya kedatangan informasi. Jika kedatangan informasi tersebut hanya mempengaruhi satu periode maka nilai autokorelasinya bernilai nol. Akan tetapi apabila pengaruh dari kedatangan informasi tersebut lebih dari satu periode maka nilai autokorelasinya menjadi positif (Sewell, 2009).

— Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan, volume perdagangan dan kondisi pasar digunakan sebagai pengendali dalam uji autokorelasi. Ukuran perusahaan menunjukkan besar kecilnya perusahaan dilihat dari besar kecilnya modal yang digunakan, total aktiva atau total penjualan yang diperoleh. Volume perdagangan merupakan ukuran besarnya volume saham tertentu yang diperdagangkan, mengindikasikan kemudahan dalam memperdagangkan saham tersebut. Dari penelitian Huang, Liu dan Fu (2000) menunjukkan bila *return* pasar positif maka *return* lebih besar terjadi pada periode perdagangan. Demikian pula, jika *return* pasar negatif maka *return* yang terjadi juga lebih negatif pada periode perdagangan.

Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu tentang adanya *noise* diuji oleh Patricia Chelley dan Steele (2001) dalam penelitian yang berjudul 'Opening Returns, Noise and Overreaction' yang menyatakan bahwa *return* periode non perdagangan mempunyai volatilitas yang lebih tinggi dan berkorelasi serial negatif dengan *return* periode perdagangan. Hal ini disebabkan karena adanya *overreaction* dan *noise*, sehingga ada perbedaan perilaku *return* pada *return* periode non perdagangan dan *return* periode perdagangan. Artinya kesalahan penentuan harga periode non perdagangan dapat dikoreksi pada *trading time*. Kecenderungan *noise* dalam periode perdagangan jauh lebih kuat daripada periode non perdagangan, reaksi *overreaction* dan *noise* dapat menjelaskan perbedaan dalam perilaku *opening* dan *closing return*. Apabila ada *noise* maka pergerakan harga yang naik pada periode perdagangan diikuti pembalikan harga pada periode non perdagangan dan begitupun sebaliknya. Perbedaan antara *noise* dan kedatangan informasi terindikasi oleh perbedaan nilai autokorelasi antara periode perdagangan dan periode non perdagangan dengan periode sebelumnya.

Penelitian tentang adanya *noise* dalam kaitan dengan ukuran perusahaan dan volume perdagangan telah dilakukan oleh Easley dan O'Hara (1987) dalam penelitian yang berjudul 'Price, Trade Size and Information in Securities Markets'. Dalam penelitiannya Easley dan O'Hara menyatakan bahwa *noise* membuat perusahaan dengan ukuran perusahaan dan volume perdagangan kecil mempunyai efisiensi produksi rendah, leverage tinggi, tingkat profitabilitas rendah sehingga volatilitas return lebih tinggi dibanding dengan ukuran perusahaan besar dan volume perdagangan besar.

Penelitian tentang adanya *noise* dalam kaitan dengan kondisi pasar telah dilakukan oleh Huang et al. (2000) dalam penelitian yang berjudul 'Stock Price Behavior Over Trading and Non Trading Periods : Evidence from The Taiwan Stock Exchange' menyatakan bahwa perilaku harga saham sensitif terhadap kondisi pasar. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pada *return* harian terdapat *noise* pada kondisi pasar yang *up market*. Sedangkan pada kondisi pasar yang *down market* tidak menunjukkan gejala terjadinya *noise*. Hal ini mengindikasikan adanya *overreaction* pada harga pembukaan.

Selain itu penelitian di pasar modal Indonesia juga telah dilakukan oleh Sumiyana (2007), dalam penelitiannya yang berjudul 'Noise atau Kedatangan Informasi : Sebuah Fenomena Spesifik Perilaku Harga Saham di Pasar Modal Indonesia'. Data yang digunakan adalah data *intraday* dalam indeks saham LQ 45. Basis pengendalian yang digunakan adalah ukuran perusahaan, volume perdagangan, bentang *minta tawar (bid-ask spread)*, kondisi pasar naik dan turun (*up down market*) dan kebijakan *tick size (tick size statue)*. Hasilnya *return* untuk data *intraday* (antar periode di dalam hari) mempunyai probabilitas besar jadi *noise*, sedangkan *return* untuk *interday* (antar hari) mempunyai probabilitas besar terjadi kedatangan informasi atau mempunyai kemungkinan kecil terjadi *noise*.

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan Kajian diatas maka penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H_1 : Adanya *noise* atau kedatangan informasi antara *return* periode non perdagangan dengan periode-periode sebelumnya di Bursa Efek Indonesia.

H_2 : Adanya *noise* atau kedatangan informasi antara *return* periode perdagangan dengan periode-periode sebelumnya di Bursa Efek Indonesia.

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi dan sampel pada penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya termasuk dalam kategori saham yang aktif diperdagangkan. Oleh karena itu, sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam Indeks Saham LQ 45 untuk tahun 2009 dan tahun 2011. Indeks Saham LQ 45 dipilih karena perusahaan yang terdaftar didalamnya, berlikuiditas tinggi sehingga mengurangi adanya saham yang tidak aktif baik di sesi pembukaan ataupun sesi penutupan di Bursa Efek Indonesia.

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini berupa laporan keuangan tahun 2009 dan 2011 yang telah dipublikasikan.

Variabel-Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini kedatangan informasi dari *noise* diukur dengan nilai autokorelasi dari pergerakan harga saham. Pengukuran ini dianggap tepat menggambarkan kedatangan informasi atau *noise* karena berfokus dalam penghitungan nilai autokorelasi saja. Adapun variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

- 1) Return Saham : $\ln (P_t / P_{t-1})$
- 2) Ukuran perusahaan : Total Aset Langsung + Total Aset Tidak Langsung

3) Volume Trading : Volume Penjualan x Harga Penutupan (close) Harian

4) Return Market (Rm) : $\ln (P \text{ IHSG} / P \text{ IHSG}_{t-1})$

Metode Analisis Data

Metode statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah autokorelasi dengan model:

$$r = \frac{n \sum XY - \sum X \sum Y}{\sqrt{[n \sum X^2 - (\sum X)^2] [n \sum Y^2 - (\sum Y)^2]}}$$

Dimana :

- r : Nilai Korelasi
- $\sum X$: Jumlah Pengamatan Variabel X (Variabel Independen)
- $\sum Y$: Jumlah Pengamatan Variabel Y (Variabel Dependen)
- XY : Jumlah Hasil Perkalian Variabel X dan Variabel Y
- $(\sum X^2)$: Jumlah Kuadrat dari Jumlah Pengamatan Variabel X
- $(\sum Y^2)$: Jumlah Kuadrat dari Jumlah Pengamatan Variabel Y
- n : Jumlah Pasangan Pengamatan Variabel X dan Variabel Y

Pengujian Hipotesis

H₀ diterima : jika $r = 0$ artinya tidak ada *noise* dan atau kedatangan informasi atau T hitung < T tabel dan signifikansi > 5% (0,05)

H₀ ditolak : jika $r \neq 0$ artinya ada *noise* dan atau ada kedatangan informasi atau T hitung > T tabel dan signifikansi ≤ 5% (0,05)

Hasil Analisis

Statistika Deskriptif

Analisis statistik deskriptif terhadap 103 perusahaan dalam Tabel 1 menyajikan data rata-rata, median, variansi, standar deviasi serta nilai maksimum, nilai minimum dan juga *skewness return* dari periode non

perdagangan (R_1) dan periode perdagangan (R_2) di Bursa Efek Indonesia. Rata-rata *return* saham tertinggi terjadi pada total *return* periode perdagangan (Total R_2) dengan nilai 0,002 sedangkan rata-rata *return* saham terendah pada total *return* periode non perdagangan (Total R_1) dengan nilai 0,001.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Return Periode Non Perdagangan dan Return Periode Perdagangan

Ket	Tahun 2009		Tahun 2011		Total	
	R_1	R_2	R_1	R_2	R_1	R_2
Jumlah	18,32	14,45	-18,03	11,71	0,729	26,216
Rata-Rata	0,002	0,001	-0,001	0,001	0,001	0,002
Median	0,008	0,015	0,024	-0,024	0,032	-0,009
Variansi	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002
Std Deviasi	0,015	0,034	0,013	0,024	0,028	0,058
Maksimal	0,105	0,308	0,085	0,225	0,190	0,533
Minimal	-0,25	-0,274	-0,225	-0,179	-0,350	-0,453
Skewness	-0,25	0,978	-1,496	0,345	-2,321	1,323
n	12428	12428	12495	12495	24923	24923

Keterangan :

R_1 : *Return* sesi pertama (*open* ke *close*_{*t-1*} periode non perdagangan)

R_2 : *Return* sesi kedua (*close* ke *open* periode perdagangan)

Standar deviasi merupakan ukuran penyebaran yang berfungsi untuk mengukur resiko dari data yang diperoleh. Standar deviasi terbesar terjadi pada total *return* periode perdagangan (Total R_2) yaitu dengan nilai 0,058. Sedangkan, standar deviasi terendah terjadi pada total *return* periode non perdagangan (Total R_1) dengan nilai 0,028. Untuk nilai variansi pada total *return* periode perdagangan (Total R_2) bernilai sama dengan total *return* periode non perdagangan (Total R_1) yaitu 0,002. Sehingga dapat dikatakan bahwa sebaran data tersebut bervariasi, karena nilai variansinya lebih besar dari 0 (nol).

Skewness merupakan derajat ketidaksimetrisan suatu distribusi. Nilai *skewness* tertinggi terdapat pada total periode perdagangan (Total

R₂) yaitu 1,323 dan nilai *skewness* terendah pada total return periode non perdagangan (Total R₁) yaitu -2,321.

Hasil Uji Autokorelasi Tahun 2009 dan Tahun 2011

Tabel 2. Analisis Komparasi Uji Autokorelasi tahun 2009 dan tahun 2011
T Tabel dengan signifikansi 0,05 (5%) adalah 1.962

Return Period	Th	Lag P ₋₁			Lag P ₋₂			Lag P ₋₃			Lag P ₋₄		
		R	t-val	sig	r	t-val	sig	R	t-val	sig	r	t-val	sig
R ₁	'09	0,119	13,36 0 ⁺⁺	0,00 0	0,0 28	3,122 ++	0,00 2	0,00 3	0,33 4	0,75 7	0,077	8,609 ++	0,0 00
	'11	0,026	2,899 ++	0,00 3	0,0 58	6,476 ++	0,00 0	0,00 1	0,11 1	0,89 2	0,076	8,496 ++	0,0 00
TOTAL R₁		0,083	13,14 8 ⁺⁺	0,00 0	0,0 20	3,158 ++	0,00 1	0,00 3	0,47 4	0,64 3	0,086	13,62 7 ⁺⁺	0,0 00
R ₂	'09	0,035	3,914 ++	0,00 0	- 0,0 49	-5,470	0,00 0	- 0,01 8	- 2,01 2*	0,04 9	-0,018	- 2,012 *	0,0 44
	'11	- 0,013	-1,453 2	0,14 2	- 0,0 37	- 4,133 **	0,00 0	- 0,02 9	- 3,24 0	0,11 1	0,033	3,690 ++	0,0 00
TOTAL R₂		0,017	2,684 ++	0,00 7	- 0,0 45	- 7,097 **	0,00 0	- 0,02 1	- 3,31 4**	0,00 1	-0,002	-0,316	0,7 95

Keterangan :

- “**” sebagai pertanda terjadinya noise
- “+” sebagai pertanda terjadinya kedatangan informasi
- *** signifikan negatif pada level (0,10) ; * signifikan negatif pada level (0,05)
- ** signifikan negatif pada level (0,01)
- +++ signifikan positif pada level (0,10) ; + signifikan positif pada level (0,05)
- ++ signifikan positif pada level (0,01)
- Lag P₋₁, artinya korelasi dengan senjang waktu satu periode sebelumnya
- Lag P₋₂, artinya korelasi dengan senjang waktu dua periode sebelumnya
- Lag P₋₃, artinya korelasi dengan senjang waktu tiga periode sebelumnya
- Lag P₋₄, artinya korelasi dengan senjang waktu empat periode sebelumnya
- R₁ : Return sesi pertama (open ke close periode non perdagangan)
- R₂ : Return sesi kedua (close ke open periode perdagangan)

Berdasarkan hasil pengujian yang dapat dilihat dalam Tabel 2 pada R₁ return periode non perdagangan yang dikorelasikan dengan lag satu, lag dua dan lag empat yang memiliki nilai autokorelasi positif ($r > 0$) dan signifikan pada level 5% diketahui bahwa pada R₁ return periode non perdagangan tidak terjadi *noise*. Hasil ini menunjukkan bahwa Hipotesis I (H₁) terbukti yaitu tidak terjadinya *noise* (terjadi kedatangan informasi)

antara *return* periode non perdagangan dengan periode sebelumnya di Bursa Efek Indonesia.

Sedangkan pada R_2 *return* periode perdagangan yang dikorelasikan dengan *lag* dua, *lag* tiga dan *lag* empat yang memiliki nilai autokorelasi negatif ($r < 0$) dan signifikan pada level 5% diketahui bahwa pada R_2 *return* periode perdagangan terjadi *noise*. Hasil ini menunjukkan bahwa Hipotesis 2 (H_2) terbukti yaitu terjadi *noise* antara *return* periode perdagangan dengan periode sebelumnya di Bursa Efek Indonesia.

Dalam penelitian ini menyajikan bukti yang mendukung konsep penelitian yang dilakukan oleh Sumiyana (2007) dan Chelley & Steeley (2001). Penelitian ini juga membuktikan hipotesis yang menyatakan bahwa adanya *noise* atau kedatangan informasi antara *return* periode non perdagangan dan periode perdagangan dengan periode-periode sebelumnya di Bursa Efek Indonesia terbukti valid.

Hasil Uji Autokorelasi Pergerakan Return Saham Berbasis Ukuran Perusahaan

Return Periode	Ukuran Perusahaan	Lag P ₁			Lag P ₂			Lag P ₃			Lag P ₄		
		R	t-val	sig	r	t-val	sig	R	t-val	sig	R	t-value	sig
R ₁	Terkecil	0,086	13,627**	0,000	-0,010	-1,579	0,476	0,031	4,896*	0,026	0,058	9,171**	0,00
	B	0,061	9,648**	0,000	0,039	6,161**	0,005	-0,012	-1,894	0,411	0,091	14,425**	0,00
	C	0,087	13,786**	0,000	0,010	1,579	0,473	0,002	0,882	0,914	0,118	18,759**	0,00
	D	0,096	15,225**	0,000	0,014	2,210	0,328	0,000	0,000	0,989	0,072	11,396**	0,00
	Terbesar	0,091	14,425**	0,000	0,052	8,220**	0,000	-0,012	-1,894	0,394	0,092	14,585**	0,00
R ₂	Terkecil	0,012	1,895	0,375	-0,048	-7,569**	0,000	-0,011	-1,736	0,423	-0,007	-1,105	0,618
	B	0,040	6,32	0,00	-0,016	-2,525	0,249	-0,033	-5,207*	0,019	0,045	7,111	0,00

			0 ⁺	5									
C	0,008	1,26 3	0,55 7	-0,093	- 14,61 8**	0,000	-0,021	-3,314	0,144	0,008	1,263	0,009	
D	0,023	3,63 2	0,10 3	-0,027	-4,261	0,056	-0,024	-3,788	0,089	-0,019	-2,999	0,009	
Terbesar	0,002	0,31 6	0,88 2	-0,036	-5,679	0,013	-0,019	-2,999	0,186	-0,055	- 8,669 **	0,000	

T Tabel dengan signifikansi 0,05 (5%) adalah 1.962

“**” sebagai pertanda terjadinya noise

“+” sebagai pertanda terjadinya kedatangan informasi

*** signifikan negatif pada level (0,10) ; * signifikan negatif pada level (0,05)

; ** signifikan negatif pada level (0,01)

+++ signifikan positif pada level (0,10) ; + signifikan positif pada level (0,05) ;

++ signifikan positif pada level (0,01)

Lag P-₁, artinya korelasi dengan senjang waktu satu periode sebelumnya

Lag P-₂, artinya korelasi dengan senjang waktu dua periode sebelumnya

Lag P-₃, artinya korelasi dengan senjang waktu tiga periode sebelumnya

Lag P-₄, artinya korelasi dengan senjang waktu empat periode sebelumnya

R₁ : Return sesi pertama (open ke close periode non perdagangan) ; R₂ : Return sesi kedua (close ke open periode perdagangan)

Berdasarkan hasil penelitian yang dapat dilihat dalam Tabel 3 pada R₁ return periode non perdagangan berbasis ukuran perusahaan, adanya kedatangan informasi yang dibuktikan dengan nilai autokorelasi positif ($r > 0$) dan signifikan pada level 5% untuk ukuran perusahaan Terkecil dikorelasikan dengan lag satu, lag tiga dan lag empat serta ukuran perusahaan B dikorelasikan dengan lag satu, lag dua dan lag empat kemudian ukuran perusahaan C dikorelasikan dengan lag satu dan lag empat serta ukuran perusahaan D dikorelasikan dengan lag satu dan lag empat dan juga untuk ukuran perusahaan Terbesar yang dikorelasikan dengan lag satu, lag dua dan lag empat. Jadi pada R₁ return periode non perdagangan berbasis ukuran perusahaan tidak terjadi noise.

Sedangkan, pada R₂ return periode perdagangan berbasis ukuran perusahaan adanya noise yang dibuktikan dengan nilai -autokorelasi

negatif ($r < 0$) dan signifikan pada level 5% terjadi pada *return* periode perdagangan (R_2) berbasis ukuran perusahaan untuk ukuran perusahaan terkecil yang dikorelasikan dengan *lag* dua serta ukuran perusahaan B dikorelasikan dengan *lag* tiga kemudian ukuran perusahaan C dikorelasikan dengan *lag* dua dan juga ukuran perusahaan Terbesar dikorelasikan dengan *lag* dua dan *lag* empat. Jadi pada R_2 *return* periode perdagangan berbasis ukuran perusahaan terjadi *noise*.

Dengan demikian, penelitian ini menyajikan bukti yang mendukung penelitian yang dilakukan Sumiyana (2007) yang menyatakan bahwa perilaku harga saham dan *noise* terhadap ukuran perusahaan yang lebih kecil dibanding dengan ukuran perusahaan yang lebih besar tidak ada bedanya. Tetapi, penelitian ini menyajikan bukti yang berlawanan terhadap penelitian yang dilakukan Huang et al (2000) serta Hadinugroho (2002) yang menyatakan bahwa perilaku harga saham dan *noise* lebih sensitif terhadap ukuran perusahaan lebih kecil dibanding ukuran perusahaan yang lebih besar.

Hasil Pergerakan Return Saham Berbasis Volume Perdagangan

Tabel 4. Analisis Komparasi Uji Autokorelasi Berbasis Quintile Volume Perdagangan

Return Period	Vol Perdagangan	Lag P ₁			Lag P ₂			Lag P ₃			Lag P ₄		
		r	t-val	sig	r	t-val	sig	r	t-val	sig	r	t-val	sig
R ₁	Terkecil	0,108	17,15	0,000	0,01	1,57	0,50	0,00	0,15	0,974	0,093	14,74	0,00
			0**		0	9	1	1	8			5**	0
	B	0,145	23,13	0,000	-	-	0,00	0,01	2,52	0,259	0,075	11,87	0,00
			5**		0,04	7,72	1	6	6			3**	0
C	0,070	11,07	0,000	-	-	0,09	-	-	0,627	0,044	6,953	0,00	
		8**		0,02	3,78	3	0,00	1,10			**	2	
D	0,040	6,320	0,005	0,05	8,69	0,00	-	-	0,403	0,087	13,78	0,00	
		**		5	6**	0	0,01	1,89			6**	0	

								2	4				
	Terbesar	-	-	0,735	0,07	12,0	0,00	0,01	2,36	0,302	0,083	13,14	0,00
		0,005	0,789		6	32**	0	5	8			8**	0
R ₂	Terkecil	0,045	7,111	0,002	-	-	0,03	-	-	0,259	-0,014	-2,210	0,32
			**		0,02	4,57	8	0,01	2,52				4
					9	6		6	5				
	B	0,037	5,845	0,010	-	-	0,00	-	-	0,014	-0,019	-2,999	0,19
			**		0,05	8,19	0	0,03	5,52				1
					2	8**		5	2*				
	C	0,004	0,631	0,729	-	-	0,00	0,01	2,05	0,348	-0,010	-1,579	0,47
					0,08	13,2	0	3	2				2
					4	14**							
	D	-	-	0,617	-	-	0,00	-	-	0,000	0,051	8,061	0,00
		0,007	1,105		0,04	6,78	3	0,05	8,82			**	0
					3	2**		6	6**				
	Terbesar	-	-	0,048	-	-	0,13	-	-	0,335	0,009	1,421	0,54
		0,028	4,418		0,02	3,31	0	0,01	2,21				6
			*		1	4		4	0				

Keterangan :

“**” sebagai pertanda terjadinya noise

“+” sebagai pertanda terjadinya kedatangan informasi

*** signifikan negatif pada level (0,10) ; * signifikan negatif pada level (0,05) ; ** signifikan negatif pada level (0,01)

+++ signifikan positif pada level (0,10) ; + signifikan positif pada level (0,05) ; ++ signifikan positif pada level (0,01)

Lag P₋₁, artinya korelasi dengan senjang waktu satu periode sebelumnya

Lag P₋₂, artinya korelasi dengan senjang waktu dua periode sebelumnya

Lag P₋₃, artinya korelasi dengan senjang waktu tiga periode sebelumnya

Lag P₋₄, artinya korelasi dengan senjang waktu empat periode sebelumnya

R₁: Return sesi pertama (open ke close periode non perdagangan) ; R₂ : Return sesi kedua (close ke open periode perdagangan)

Berdasarkan hasil penelitian yang dapat dilihat dalam Tabel 4 pada R₁ return periode non perdagangan berbasis volume perdagangan, adanya kedatangan informasi yang dibuktikan dengan nilai autokorelasi positif ($r > 0$) dan signifikan pada level 5% untuk ukuran Terkecil yang dikorelasikan dengan lag satu dan lag empat serta volume perdagangan B yang dikorelasikan dengan lag satu dan lag empat kemudian volume

perdagangan C yang dikorelasikan dengan *lag* satu dan *lag* empat serta volume perdagangan D yang dikorelasikan dengan *lag* satu, *lag* dua dan *lag* empat dan juga untuk volume perdagangan Terbesar yang dikorelasikan dengan *lag* dua dan *lag* empat. Jadi pada R_1 *return* periode non perdagangan berbasis volume perdagangan tidak terjadi *noise*.

Sedangkan, pada R_2 *return* periode perdagangan berbasis volume perdagangan adanya *noise* yang dibuktikan dengan nilai autokorelasi negatif ($r < 0$) dan signifikan pada level 5% terjadi pada volume perdagangan Terkecil yang dikorelasikan dengan *lag* dua serta volume perdagangan B yang dikorelasikan dengan *lag* dua dan *lag* tiga kemudian volume perdagangan C yang dikorelasikan dengan *lag* dua serta volume perdagangan D yang dikorelasikan dengan *lag* dua dan *lag* tiga dan juga volume perdagangan Terbesar yang dikorelasikan dengan *lag* satu. Jadi pada R_2 *return* periode perdagangan berbasis volume perdagangan terjadi *noise*.

Adanya kedatangan informasi pada periode perdagangan (R_2) berbasis volume perdagangan untuk volume perdagangan Terkecil yang dikorelasikan dengan *lag* satu serta volume perdagangan B yang dikorelasikan dengan *lag* satu kemudian volume perdagangan C yang dikorelasikan dengan *lag* satu dan *lag* empat serta volume perdagangan D yang dikorelasikan dengan *lag* empat pada periode sebelumnya. Jadi pada R_2 *return* periode perdagangan berbasis volume perdagangan tidak terjadi *noise* (terjadi kedatangan informasi).

Dengan demikian, penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sumiyana (2007) yang menyatakan bahwa *noise* terjadi untuk perusahaan bervolume kecil hingga perusahaan bervolume besar dan menyajikan bukti yang berlawanan terhadap penelitian yang

dilakukan oleh Huang et al. (2000) yang menyatakan bahwa perilaku harga saham lebih sensitif pada perusahaan bervolume kecil.

Hasil Pergerakan Return Saham Berbasis Kondisi Return Pasar

Tabel 4. Analisis Komparasi Uji Autokorelasi Berbasis Quintile Kondisi Pasar (Up-Down Market)

Return Period	Kondisi Pasar	Lag P ₁			Lag P ₂			Lag P ₃			Lag P ₄		
		R	t-val	sig	r	t-val	sig	r	t-val	sig	r	t-val	sig
R ₁	Up	0,075	11,873	0,000	0,034	5,370*	0,000	0,02	1,894	0,157	0,096	15,225	0,000
	Marke t												
	Down	0,093	14,745	0,000	0,004	0,631	0,707	-	-	0,385	0,073	11,555	0,000
	Marke t												
R ₂	Up	0,011	1,737	0,178	-	-	0,000	0,023	3,632	0,007	-	-	0,029
	Marke t				0,045	7,097**	0,000	3	32*	0,018	2,841	*	
	Down	0,024	3,790	0,012	-	-	0,000	-	-	0,039	0,019	2,999	0,049
	Marke t				0,046	7,254**	0,000	0,020	3,157*			+	

T Tabel dengan signifikansi 0,05 (5%) adalah 1.962

Keterangan :

- “*” sebagai pertanda terjadinya noise
- “+” sebagai pertanda terjadinya kedatangan informasi
- *** signifikan negatif pada level (0,10) ; * signifikan negatif pada level (0,05);
- ** signifikan negatif pada level (0,01)
- +++ signifikan positif pada level (0,10) ; + signifikan positif pada level (0,05);
- ++ signifikan positif pada level (0,01)
- Lag P₁, artinya korelasi dengan senjang waktu satu periode sebelumnya
- Lag P₂, artinya korelasi dengan senjang waktu dua periode sebelumnya
- Lag P₃, artinya korelasi dengan senjang waktu tiga periode sebelumnya
- Lag P₄, artinya korelasi dengan senjang waktu empat periode sebelumnya
- R₁ : Return sesi pertama (open ke close periode non perdagangan)
- R₂ : Return sesi kedua (close ke open periode perdagangan)

Berdasarkan hasil penelitian yang dapat dilihat dalam Tabel 5 pada R_1 *return* periode non perdagangan berbasis kondisi *return* pasar, adanya kedatangan informasi yang dibuktikan dengan nilai autokorelasi positif ($r > 0$) dan signifikan pada level 5% untuk kondisi *return* pasar *up market* yang dikorelasikan dengan *lag* satu, *lag* dua dan *lag* empat serta kondisi *return* pasar *down market* dikorelasikan dengan *lag* satu dan *lag* empat. Jadi pada R_1 *return* periode non perdagangan berbasis kondisi *return* pasar tidak terjadi *noise*.

Sedangkan, pada R_2 *return* periode perdagangan berbasis volume perdagangan adanya *noise* yang dibuktikan dengan nilai autokorelasi negatif ($r < 0$) dan signifikan pada level 5% terjadi untuk kondisi *return* pasar *up market* yang dikorelasikan dengan *lag* dua dan *lag* empat serta kondisi *return* pasar *down market* yang dikorelasikan dengan *lag* dua dan *lag* tiga maka terdapat *noise*. Jadi pada R_2 *return* periode perdagangan berbasis kondisi *return* pasar terjadi *noise*.

Adanya kedatangan informasi pada periode perdagangan (R_2) berbasis kondisi pasar untuk kondisi *return* pasar *up market* yang dikorelasikan dengan *lag* tiga serta kondisi *return* pasar *down market* yang dikorelasikan dengan *lag* satu dan *lag* empat. Jadi pada R_2 *return* periode perdagangan berbasis kondisi *return* pasar tidak terjadi *noise* (terjadi kedatangan informasi).

Dengan demikian, penelitian ini menyajikan bukti yang mendukung terhadap penelitian yang dilakukan Sumiyana (2007), Chang et al. (1999) dan Huang et al. (2000) yang menyatakan perilaku harga saham sensitif terhadap kondisi pasar.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian, pergerakan harga saham di Bursa Efek Indonesia terdeteksi adanya *noise* dan kedatangan informasi. Adanya

noise dan kedatangan informasi terjadi pada *return* periode non perdagangan tahun 2009 dan tahun 2011 serta Total R_1 yang dikorelasikan dengan *lag* satu, *lag* dua dan *lag* empat. Selain itu, kedatangan informasi *return* periode perdagangan (R_2) tahun 2009 yang dikorelasikan dengan *lag* satu dan tahun 2011 dikorelasikan dengan *lag* empat serta Total R_2 yang dikorelasikan dengan *lag* satu. Kemudian *return* periode perdagangan (R_2) tahun 2009 dikorelasikan dengan *lag* tiga dan *lag* empat serta tahun 2011 dikorelasikan dengan *lag* dua dan juga Total R_2 dikorelasikan dengan *lag* dua dan *lag* tiga terdapat *noise*.

Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sumiyana (2007). Pada penelitian yang dilakukan Sumiyana (2007), *return* pada periode perdagangan mempunyai probabilitas besar terjadi *noise*, sedangkan *return* untuk periode non perdagangan mempunyai probabilitas sangat besar terjadi kedatangan informasi (*return* positif) atau mempunyai kemungkinan sangat kecil terjadi *noise*. Dalam penelitian ini menyajikan bukti yang mendukung konsep penelitian yang dilakukan oleh Sumiyana (2007), Fama & French (1995) dan Chelley & Steeley (2001). Penelitian ini juga membuktikan hipotesis yang menyatakan bahwa *noise* lebih banyak terjadi untuk *return* periode perdagangan daripada *return* periode non perdagangan.

Dengan demikian, penelitian ini menyajikan bukti yang mendukung penelitian yang dilakukan Sumiyana (2007) yang menyatakan bahwa perilaku harga saham dan *noise* terhadap ukuran perusahaan lebih kecil dibanding ukuran perusahaan yang lebih besar tidak ada bedanya. Akan tetapi, penelitian ini menyajikan bukti yang berlawanan terhadap penelitian yang dilakukan Fama & French (1995), Huang et al (2000) serta Hadinugroho (2002) yang menyatakan bahwa perilaku harga saham

dan *noise* lebih sensitif terhadap ukuran perusahaan lebih kecil dibanding dengan ukuran perusahaan yang lebih besar.

Penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sumiyana (2007) yang menyatakan bahwa *noise* terjadi untuk perusahaan bervolume kecil hingga perusahaan bervolume besar dan menyajikan bukti berlawanan terhadap penelitian yang dilakukan oleh Huang et al. (2000) menyatakan bahwa perilaku harga saham lebih sensitif pada perusahaan bervolume kecil. Dengan demikian, penelitian ini menyajikan bukti mendukung terhadap penelitian yang dilakukan oleh Sumiyana (2007), dan Huang et al. (2000) menyatakan bahwa perilaku harga saham sensitif terhadap kondisi pasar.

Penelitian ini membuktikan bahwa *noise* dan kedatangan informasi terjadi di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini, setelah dikendalikan dengan variabel pengontrol ukuran perusahaan, volume perdagangan dan kondisi pasar terjadi *noise* dan kedatangan informasi pada saat periode perdagangan. Kecuali untuk volume perdagangan, adanya koreksi harga (*noise*) terjadi pada periode non perdagangan. Kedatangan informasi di Bursa Efek Indonesia ditunjukkan dalam interval waktu harian. Hal ini membuat perilaku harga saham di Bursa Efek Indonesia ketika terjadi koreksi harga (*noise*) lebih banyak terjadi pada periode perdagangan.

Kesimpulan

1. Noise banyak terjadi pada return periode perdagangan.
2. Kedatangan Informasi banyak terjadi pada return periode non perdagangan

Keterbatasan Penelitian dan Saran

1. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan data *intraday* untuk meneliti volatilitas return dan menambah jumlah sampel dari perusahaan dengan menambah periode dari penelitian. Sehingga, diharapkan bisa lebih menjelaskan tentang *noise* (kebisingan) dalam perilaku harga saham di Bursa Efek Indonesia.
2. Peneliti yang tertarik untuk melakukan penelitian di bidang yang sama, dapat menggunakan variabel-variabel lain yang diperkirakan akan berpengaruh terhadap *noise* dalam perilaku harga saham seperti bentang minta tawar (*bid-ask spread*) dan kebijakan *tike size* yang diduga berpengaruh terhadap *noise*.
3. Selain itu, peneliti hanya melihat adanya *noise* atau kedatangan informasi pada periode non perdagangan (R_1) dan periode perdagangan (R_2), bukan menguji beda antara noise berbasis ukuran perusahaan, volume perdagangan dan kondisi pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Asri, Marwan. 2003. "Ketidakrasionalan Investor di Pasar Modal". *Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Pada Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta*, tanggal 6 Desember 2003.
- Bikchandani S dan Sharma S. 2001. "Herd behavior in financial markets". *IMF Staff Papers* 47 (3):279.
- Black, F. 1986. "Noise". *Journal of Finance* 41: 529-543.
- Chang EC, Cheng JW, dan Khorana A. 2000. "An Examination of Herd Behaviour in Equity Markets: An International Perspective". *Journal of Banking and Finance* 24:1651-1679.
- Chelley, P., and Steeley. 2001. "Opening Returns, Noise and Overreaction". *Journal of Financial Research* 24 (4): 512-521.
- Easley, D., and O'Hara. 1987. "Price, Trade Size and Information in Securities Markets". *Journal of Financial Economics* 19: 69-90.
- Fama, E, F., 1970. "Efficiency Capital Markets a Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance* 25: 387-417.
- Fama, E., F., and French. 1995. "The Cross Section of Expected Return". *Journal of Finance* 47: 427-465.
- Hadinugroho. 2002. "Pengaruh Beta, Size, Book to Market, Equity and Earnings Yields terhadap Return Saham". *Tesis UGM. Tidak Terpublikasi*.
- Harsono, R.D.B. 2003. "Perdagangan Berbasis Informasi dan Noise, Volume Transaksi Investor Asing dan Domestik dan Volatilitas pasar di BEJ Sejak Liberalisasi Pasar". *Tesis UGM. Tidak Terpublikasikan*.
- Huang, Y. S., D. Y, Liu, and T, W. Fu. 2000. "Stock Price Behaviour Over Trading and Non-Trading Period : Evidence from the Taiwan Stock Exchange". *Journal Business and Financial Accounting* : 575-602.
- Hwang, S., dan Salmon, M. 2004. Market Stress and Herding. *Journal of Empirical Finance* 11:585-616.
- Sewell, M., V. 2009 "The Application of Intelligent Systems to Financial Series Analysis". *Tesis*.
- Shiller, R., J. 1998. "Human Behavior and Efficiency of The Financial System". *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No W6375.
- Sucahyo, Anang. 2004. "Perilaku Harga Saham Selama Periode perdagangan dan Non Perdagangan ". *Tesis UGM. Terpublikasikan*.

- Sumiyana. 2007. "Noise atau Kedatangan Informasi : Sebuah Fenomena Spesifik Perilaku Harga Saham di Pasar Modal Indonesia (Study Empiris Berbasis Data Intraday, Bursa Efek Jakarta (1999-2006)). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 22 (3) : 133-161.
- Sumiyana. 2009. "Perilaku Harga Pembukaan (Opening Price) : Noise dan / atau Overreaction (Studi Empiris Berbasis Intraday Data, 2006)". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 12 : 30-50