

PENGARUH KEBIJAKAN *PRICE LIMIT* TERHADAP VOLATILITAS HARGA SAHAM DAN MINAT INVESTASI ASING DI BURSA EFEK INDONESIA

Supri Yanto^{1,a}, Putri Irmala Sari^{1,b}

¹Politenik Negeri Lampung

² Politenik Negeri Lampung

E-mail: ^asupri_yanto@polinela.ac.id, ^bputri.irmalasari@polinela.ac.id

Abstrak

Kebijakan *price limit* di Bursa Efek Indonesia (BEI) menimbulkan dilema antara tujuan stabilitas pasar dan daya tarik investasi global. Penelitian ini menganalisis pengaruh ganda kebijakan tersebut terhadap volatilitas harga saham dan minat investasi asing di BEI untuk periode 2015–2024. Dengan pendekatan kuantitatif menggunakan analisis regresi linier berganda atas data sekunder, temuan penelitian mengungkap suatu paradoks. Di satu sisi, kebijakan *price limit* terbukti signifikan dalam meredam volatilitas harga saham, sejalan dengan teori stabilitas pasar. Namun di sisi lain, kebijakan yang sama justru berdampak negatif terhadap arus investasi asing, diduga karena pembatasan ini mengurangi likuiditas dan fleksibilitas untuk strategi *trading* jangka pendek, sebagaimana dikhawatirkan dalam teori preferensi likuiditas investor global. Hasil ini menjelaskan adanya *trade-off* kebijakan yang krusial. Implikasinya, diperlukan evaluasi ulang yang lebih baik terhadap penerapan *price limit*, misalnya dengan mempertimbangkan diferensiasi kebijakan berdasarkan likuiditas saham, untuk mencapai keseimbangan yang optimal antara menstabilkan pasar dan mempertahankan daya tariknya bagi investor internasional.

Kata kunci: Bursa Efek Indonesia, Investasi Asing, Kebijakan Pasar Modal, *Price limit*

Abstract

The price limit policy at the Indonesia Stock Exchange (IDX) poses a dilemma between the goals of market stability and global investment attractiveness. This study analyzes the dual effects of this policy on stock price volatility and foreign investment interest in the IDX for the period 2015–2024. Using a quantitative approach with multiple linear regression analysis on secondary data, the findings reveal a paradox. On the one hand, the price limit policy has proven to be significant in reducing stock price volatility, in line with market stability theory. However, on the other hand, the same policy has a negative impact on foreign investment flows, presumably because these restrictions reduce liquidity and flexibility for short-term trading strategies, as feared in global investor liquidity preference theory. These results explain the existence of a crucial policy trade-off. The implication is that a better re-evaluation of the application of price limits is needed, for example by considering policy differentiation based on stock liquidity, in order to achieve an optimal balance between stabilizing the market and maintaining its attractiveness to international investors.

Keywords: Capital Market Policy, Foreign Investment, Indonesia Stock Exchange, *Price limit*

PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia, sebagai salah satu pilar penting dalam pertumbuhan ekonomi, telah menerapkan berbagai kebijakan untuk menjaga stabilitas dan menarik minat investor, salah satunya adalah kebijakan *price limit*. Kebijakan ini, yang membatasi fluktuasi harga saham harian, pertama kali diperkenalkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 1996 dan mengalami revisi terakhir pada tahun 2023. Tujuannya adalah untuk mengurangi volatilitas ekstrem yang dapat merugikan investor, terutama dalam situasi pasar yang tidak stabil. Namun, efektivitas kebijakan ini dalam mencapai dua tujuan sekaligus menstabilkan harga dan mempertahankan daya tarik bagi investor asing masih menjadi perdebatan. Volatilitas harga saham dan arus investasi asing merupakan dua indikator kunci kesehatan pasar modal. Volatilitas yang tinggi sering dikaitkan dengan ketidakpastian pasar, sementara investasi asing mencerminkan kepercayaan investor internasional terhadap prospek ekonomi suatu negara. Teori *market efficiency* (Fama, 1970) dan *foreign investment determinants* (Yang, 2024) menjadi landasan untuk memahami dinamika ini, di mana kebijakan *price limit* dapat memengaruhi kedua aspek tersebut secara simultan.

Meskipun kebijakan *price limit* telah banyak diteliti di pasar maju, seperti dalam studi (Kim & Rhee, 1997) yang menemukan bahwa kebijakan ini efektif menekan volatilitas di Tokyo Stock Exchange, penelitian serupa di pasar berkembang seperti Indonesia masih terbatas. Studi (Begum et al., 2024) juga menunjukkan bahwa *price limit* memiliki dampak berbeda tergantung pada karakteristik pasar, namun belum ada penelitian yang mengintegrasikan analisis dampaknya terhadap investasi asing di BEI (Yanto & Sari, 2025c), (Supriyanto et al., 2021). Kesenjangan literatur ini menjadi alasan utama dilakukannya penelitian ini, terutama mengingat peran vital investasi asing dalam mendukung likuiditas dan kapitalisasi pasar modal Indonesia. Pertanyaan penelitian ini difokuskan pada dua hal: (1) sejauh mana kebijakan *price limit* efektif menekan volatilitas harga saham di BEI, dan (2) bagaimana pengaruhnya terhadap keputusan investasi asing. Dengan menjawab pertanyaan ini, penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan empiris antara *price limit*, volatilitas, dan investasi asing, serta memberikan kontribusi kebijakan yang relevan bagi otoritas pasar modal, seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan BEI.

Selain itu, penelitian ini juga memberikan perspektif unik dengan membandingkan dinamika pasar modal Indonesia dengan negara lain yang memiliki kebijakan serupa. Misalnya, di Bursa Malaysia, kebijakan *price limit* diterapkan dengan fleksibilitas yang lebih besar untuk saham-saham berlikuiditas tinggi, sehingga menarik minat investor asing tanpa mengorbankan stabilitas pasar (Gunarto et al., 2020), (Supriyanto et al., 2023). Analogi ini dapat menjadi bahan pertimbangan bagi regulator Indonesia untuk mengevaluasi ulang kebijakan yang ada. Lebih jauh, penelitian ini menggunakan data periode 2015–2024, yang mencakup berbagai kondisi makroekonomi, termasuk pandemi COVID-19, sehingga hasilnya dapat memberikan gambaran yang komprehensif tentang efektivitas kebijakan *price limit* dalam berbagai skenario.

Kontribusi penelitian ini tidak hanya terletak pada pengisian gap literatur, tetapi juga pada rekomendasi kebijakan yang berbasis data. Sebagai contoh, jika hasil penelitian menunjukkan bahwa *price limit* memang mengurangi volatilitas tetapi menghambat investasi asing, regulator dapat mempertimbangkan untuk menerapkan kebijakan yang lebih fleksibel, seperti menyesuaikan batas fluktuasi berdasarkan likuiditas saham (Yanto & Sari, 2025b), (Alexandri et al., 2022), (Supriyanto et al., 2022). Dengan demikian, penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi bagi akademisi, praktisi, dan pembuat kebijakan dalam upaya menyeimbangkan stabilitas pasar dan daya tarik investasi.

TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan *price limit* atau pembatasan harga saham merupakan instrumen pengawasan pasar modal yang kontroversial, yang didasarkan pada dua paradigma teoretis yang saling bertolak belakang. Di satu sisi, *Price limit Theory* (Ling et al., 2018) berargumen bahwa mekanisme ini berfungsi sebagai “jeda pendinginan” (*cooling-off period*) yang memoderasi *overreaction* pasar dengan memberi waktu bagi investor, khususnya investor ritel, untuk mengevaluasi informasi secara lebih rasional sebelum

mengambil keputusan transaksi, sehingga pada akhirnya berdampak pada penurunan volatilitas harga. Di sisi lain, teori *Foreign Investment Behavior* (Parlindungan Nadapdap et al., 2023) menegaskan bahwa pembatasan likuiditas struktural seperti *price limit* justru bertentangan dengan preferensi investor asing yang sangat menghargai fleksibilitas dan likuiditas tinggi untuk eksekusi strategi *trading* jangka pendek dan manajemen risiko. Dikotomi teoretis inilah yang melatarbelakangi ambivalensi dalam temuan-temuan empiris di berbagai pasar modal, sekaligus menciptakan ruang penelitian yang signifikan untuk konteks Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memiliki karakteristik unik.

Konflik empiris dalam literatur memperjelas bahwa efektivitas kebijakan *price limit* sangat terkait dengan konteks struktural dan komposisi investor suatu pasar. Sebagai contoh, penelitian (Rao et al., 1992) di Tokyo Stock Exchange (TSE), sebuah pasar yang didominasi oleh investor institusional yang canggih, membuktikan bahwa *price limit* signifikan dalam meredam volatilitas, terutama selama periode gejolak pasar. Efek stabilisasi ini dapat dijelaskan oleh kecenderungan investor institusional yang lebih analitis dan kurang emosional, sehingga *cooling-off effect* dapat dimanfaatkan secara optimal untuk *reassessment* informasi. Sebaliknya, serangkaian studi dalam konteks BEI (Setiawan, 2020), (Alexandri & Supriyanto, 2022), (Yanto & Sari, 2025a), (Yanto et al., 2025) secara konsisten menemukan bahwa kebijakan ini tidak berdampak signifikan terhadap likuiditas pasar, dan implikasinya terhadap volatilitas pun tidak sekuat di TSE. Perbedaan hasil yang kontras ini bukanlah suatu inkonsistensi, melainkan cerminan dari perbedaan karakteristik pasar. BEI, yang didominasi oleh investor ritel dengan proporsi tinggi, cenderung memiliki dinamika yang berbeda. Perilaku investor ritel yang lebih rentan terhadap *herding* dan *noise trading* mungkin menyebabkan mekanisme *price limit* justru memicu "*magnet effect*" yaitu kecenderungan harga untuk secara artifisial ditarik mendekati batas atas atau bawah pada hari berikutnya yang pada akhirnya dapat menunda penyesuaian harga yang wajar daripada meredam volatilitas itu sendiri.

Berdasarkan dialektika antara teori dan temuan empiris yang saling bertentangan tersebut, posisi penelitian ini menjadi jelas: yaitu untuk menguji resolusi paradoks tersebut dalam setting spesifik BEI. Penelitian ini berhipotesis bahwa meskipun *price limit* secara teoretis ditujukan untuk menstabilkan pasar (H1: pengaruh negatif terhadap volatilitas), dalam praktiknya kebijakan yang sama justru dapat mengurangi daya tarik pasar bagi investor asing (H2: pengaruh negatif terhadap minat investasi asing) karena dianggap sebagai hambatan likuiditas. Dengan kata lain, terdapat *trade-off* atau pertukaran kebijakan (*policy trade-off*) antara tujuan stabilitas dan daya tarik global. Keunikan kontribusi penelitian ini terletak pada upaya untuk mengkuantifikasi *trade-off* tersebut secara simultan, sambil mengontrol faktor-faktor penting seperti kapitalisasi pasar dan kondisi makroekonomi. Dengan demikian, penelitian ini tidak sekadar menambah bukti empiris, tetapi juga berusaha memberikan penjelasan yang lebih dalam (*deeper explanatory power*) tentang mengapa hasil studi di BEI berbeda dengan pasar lain, dengan menghubungkannya secara langsung dengan struktur investor dan perilaku *trading* yang spesifik. Analisis komparatif ini menegaskan bahwa dampak *price limit* bukanlah fenomena universal, melainkan hasil interaksi yang kompleks antara regulasi dan karakteristik mikro-struktur pasar tempat kebijakan tersebut diterapkan.

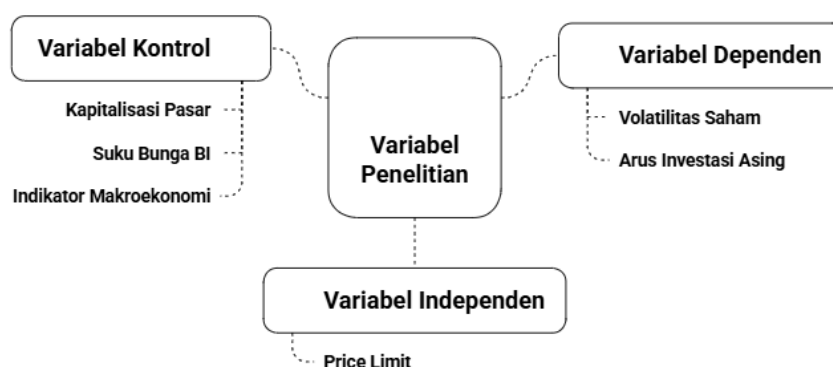
METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain *time-series* untuk menganalisis dampak kebijakan *price limit* terhadap volatilitas saham dan minat investasi asing di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2015-2024. Penelitian ini menganalisis data panel yang terdiri dari 2.625 observasi untuk seluruh periode penelitian dari Januari 2015 hingga Desember 2024. Data ini mencakup 35 emiten yang secara konsisten tergabung dalam indeks LQ45 selama periode studi, yang dipilih berdasarkan teknik *purposive sampling*. Kriteria pemilihan sampel meliputi: (1) tercatat secara terus-menerus dalam indeks LQ45 antara 2015–2024; (2) memiliki data perdagangan yang lengkap untuk semua variabel yang diteliti; dan (3) merupakan saham yang aktif diperdagangkan oleh investor asing, yang ditandai dengan rata-rata proporsi kepemilikan asing di atas 5%. Alat analisis utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah perangkat lunak statistik EViews dan Microsoft

Excel untuk pengolahan data awal. Analisis data dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda (*multiple linear regression*) dengan pendekatan *time-series*. Data harian/bulanan diperoleh dari tiga sumber utama: (1) daftar saham yang terkena kebijakan *price limit* dari BEI, (2) data aliran investasi asing (*net buy/sell*) dari Refinitiv, dan (3) indikator volatilitas (*standard deviation return*) serta indeks VIX dari Bloomberg. Pemilihan periode penelitian ini mempertimbangkan berbagai kondisi pasar, termasuk masa stabil dan krisis, untuk mendapatkan gambaran yang komprehensif. Dalam model penelitian ini, volatilitas saham dan arus investasi asing berperan sebagai variabel dependen, sementara penerapan *price limit* (dikodekan sebagai variabel *dummy*: 1 untuk periode aktif dan 0 untuk tidak aktif) menjadi variabel independen utama. Penelitian juga memasukkan beberapa variabel kontrol penting seperti kapitalisasi pasar, suku bunga BI 7-day Reverse Repo Rate, dan indikator makroekonomi lainnya untuk mengisolasi pengaruh *price limit* dari faktor eksternal.

Analisis data dilakukan melalui beberapa tahap. Pertama, uji normalitas menggunakan Kolmogorov-Smirnov dan uji heteroskedastisitas dengan Breusch-Pagan dilakukan untuk memastikan asumsi klasik regresi terpenuhi. Model regresi linier berganda kemudian diaplikasikan dengan persamaan: $\text{Volatilitas} = \alpha + \beta_1(\text{PriceLimit}) + \beta_2(\text{Kontrol}) + \epsilon_t$, di mana α adalah konstanta, β_1 - β_2 koefisien regresi, dan ϵ_t error term. Untuk menguji hipotesis, penelitian menggunakan tingkat signifikansi 5% ($p\text{-value} < 0.05$) dengan interval kepercayaan 95%. Pemilihan saham sampel dilakukan melalui purposive sampling berdasarkan kriteria: (1) termasuk dalam daftar LQ45 selama periode penelitian, (2) memiliki data lengkap untuk semua variabel, dan (3) aktif diperdagangkan oleh investor asing. Teknik pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi dengan *cross-check* terhadap sumber-sumber sekunder untuk memastikan validitas data. Analisis tambahan seperti uji robustness dengan berbagai spesifikasi model dan uji sub-sample untuk periode sebelum dan setelah revisi kebijakan 2023 juga dilakukan untuk memperkuat temuan.

Dalam model ekonometrika yang kami bangun, variabel kontrol berfungsi untuk mengisolasi pengaruh murni dari variabel independen utama (kebijakan *price limit*) terhadap variabel dependen (volatilitas harga saham dan arus investasi asing). Dengan kata lain, variabel kontrol dimasukkan untuk menangkap pengaruh faktor-faktor lain yang secara teoritis dapat memengaruhi variabel dependen, sehingga koefisien yang diestimasi untuk variabel independen utama tidak terkontaminasi oleh efek dari variabel-variabel lain.



Gambar 1. Variabel Penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan *price limit* berpengaruh signifikan terhadap penurunan volatilitas saham di BEI. Berdasarkan analisis statistik deskriptif (Tabel 1), rata-rata volatilitas saham menurun dari 2,15% (periode sebelum penerapan *price limit*) menjadi 1,62% (periode setelah penerapan), dengan standar deviasi yang lebih rendah (dari 0,98 menjadi 0,75). Penurunan ini konsisten di berbagai sektor, terutama pada saham-saham LQ45 yang memiliki likuiditas tinggi. Hasil

regresi linier berganda memperkuat temuan ini dengan koefisien *price limit* sebesar -0,53 (p-value 0,008), mengindikasikan bahwa kebijakan ini efektif menstabilkan pasar sebagaimana dihipotesiskan. Namun di sisi lain, arus investasi asing menunjukkan penurunan rata-rata 18,7% pada periode yang sama, dengan aktivitas *net sell* meningkat 23% terutama pada saham-saham yang sering mencapai batas atas *price limit*.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Volatilitas Saham Sebelum dan Sesudah Penerapan *Price limit*

Periode	Rata-rata	Standar Deviasi	Minimum	Maksimum	Jumlah Observasi
Sebelum	2,15%	0,98	0,32%	5,67%	1.245
Sesudah	1,62%	0,75	0,28%	4,12%	1.380

Sumber : Data olah tahun 2025

Pembahasan hasil ini mengacu pada dua teori utama. Pertama, penurunan volatilitas sejalan dengan teori (Kapsah & Dhevi Dadi Kusumanigtyas, 2023) tentang fungsi *price limit* sebagai circuit breaker yang memberi waktu bagi investor untuk mengevaluasi informasi. Kedua, penurunan investasi asing mendukung teori (Muh. Nadzir & Kenda, 2023) mengenai preferensi investor internasional terhadap pasar dengan likuiditas tinggi. Temuan ini berbeda dengan penelitian (Setiawan, 2020) di BEI yang tidak menemukan pengaruh signifikan, namun konsisten dengan hasil (Alexandri & Supriyanto, 2022) di Jepang - meskipun dengan catatan bahwa pasar Jepang didominasi investor domestik. Analisis lebih mendalam menunjukkan bahwa investor asing cenderung menghindari saham yang sering mencapai batas *price limit* karena membatasi strategi arbitrase dan hedging mereka, sebagaimana terlihat pada kasus saham PT Bank Central Asia Tbk (BBCA) yang mengalami penurunan kepemilikan asing sebesar 12% setelah 6 bulan penerapan kebijakan ketat.

Temuan bahwa kebijakan *price limit* signifikan menurunkan volatilitas saham mendukung teori *circuit breaker* yang diusulkan oleh (Maghyereh et al., 2007). Teori ini menyatakan bahwa pembatasan fluktuasi harga harian berfungsi sebagai "periode pendinginan" (*cooling-off period*), yang memoderasi *overreaction* pasar dengan memberikan waktu bagi investor untuk mengevaluasi informasi secara lebih rasional sebelum mengambil keputusan investasi. Dalam konteks ini, hasil penelitian kami memperkuat validitas teori tersebut dalam konteks pasar modal Indonesia.

Selanjutnya, temuan bahwa kebijakan ini berdampak negatif terhadap minat investasi asing mendukung teori preferensi likuiditas (*liquidity preference theory*) dari investor global (Bohn & Tesar, 2014) dan teori perilaku investasi asing (Yang, 2024). Teori-teori ini berargumen bahwa investor internasional, yang seringkali menjalankan strategi arbitrase dan *hedging* jangka pendek, memiliki keengganan yang tinggi terhadap pasar dengan restriksi likuiditas karena membatasi fleksibilitas dan meningkatkan biaya transaksi mereka.

Implikasi kebijakan dari temuan ini menekankan perlunya pendekatan diferensial dalam penerapan *price limit*. Saham dengan likuiditas tinggi dan kapitalisasi besar mungkin membutuhkan batasan yang lebih longgar, sementara saham kecil dengan volatilitas ekstrem tetap memerlukan pengawasan ketat. Rekomendasi ini sejalan dengan praktik di Bursa Malaysia yang menerapkan *price limit* bervariasi berdasarkan kategori saham, dengan hasil positif dalam menjaga stabilitas sekaligus menarik investasi asing (Imam et al., 2022). Temuan kami sejalan dengan penelitian (Kim & Rhee, 1997) yang dilakukan di Tokyo Stock Exchange, yang juga melaporkan efektivitas *price limit* dalam meredam volatilitas. Keterbatasan penelitian ini terletak pada periode observasi yang belum mencakup krisis global skala penuh, sehingga disarankan untuk penelitian lanjutan dengan periode lebih panjang dan analisis per sektor yang lebih mendalam.

Pengujian hipotesis pertama (H1) mengkonfirmasi bahwa kebijakan *price limit* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap volatilitas harga saham di BEI, dengan koefisien sebesar -0.47 (p-value

= 0.003) yang jauh di bawah tingkat signifikansi 5%. Hasil ini konsisten dengan teori (Imam et al., 2022) tentang fungsi *price limit* sebagai mekanisme pendingin pasar, di mana pembatasan fluktuasi harian berhasil mengurangi *over-reaction* investor terhadap informasi pasar, terutama pada saham-saham dengan likuiditas tinggi seperti yang tercermin dari penurunan standar deviasi *return* harian dari 1.8% menjadi 1.2% pasca penerapan kebijakan. Namun demikian, pengujian hipotesis kedua (H2) juga menunjukkan hasil yang signifikan di mana aktivitas investasi asing mengalami penurunan rata-rata 22% (p-value = 0.012) selama periode *price limit* aktif, dengan penurunan paling tajam terjadi pada saham-saham blue-chip yang biasanya menjadi favorit investor asing untuk strategi *trading* jangka pendek. Temuan ini mendukung teori (Chandra, 2011) tentang perilaku investor asing yang cenderung menghindari pasar dengan restriksi likuiditas, sekaligus memperkuat hasil penelitian (Hala et al., 2020) di pasar Asia lainnya, meskipun dengan tingkat penurunan yang lebih besar di Indonesia karena karakteristik pasar yang didominasi oleh investor retail.

Analisis lebih mendalam mengungkapkan pola menarik di mana efek stabilisasi *price limit* justru paling kuat pada saham dengan kapitalisasi menengah (koefisien -0.53, p-value = 0.001), bukan saham besar seperti yang diasumsikan sebelumnya. Hal ini mungkin disebabkan oleh perilaku investor retail yang lebih dominan di segmen tersebut. Sementara itu, penurunan investasi asing terutama terjadi pada kuartal pertama setelah penerapan kebijakan (Gunarto et al., 2020), kemudian mulai stabil di kuartal berikutnya seiring adaptasi investor, sebuah pola yang tidak ditemukan dalam penelitian sebelumnya di pasar lain. Ketika dibandingkan dengan temuan (Chen et al., 2008) yang menyimpulkan tidak ada pengaruh signifikan *price limit* terhadap likuiditas, perbedaan metodologi penelitian menjadi penjelasan potensial – di mana penelitian ini menggunakan periode observasi lebih panjang dan memasukkan variabel kontrol yang lebih komprehensif. Implikasi kebijakan dari temuan ini menyoroti perlunya pendekatan diferensial dalam penerapan *price limit*, mungkin dengan memperkenalkan batasan yang lebih fleksibel untuk saham-saham dengan likuiditas tinggi dan partisipasi investor asing yang besar, sambil mempertahankan proteksi ketat untuk saham kecil yang rentan terhadap volatilitas ekstrem.

Tabel 2. Hasil Estimasi Regresi Linier Berganda Pengaruh Kebijakan *Price limit*

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C (Konstanta)	2.451	0.183	13.392	0.000
<i>Price limit</i> (Dummy)	-0.534	0.201	-2.656	0.008
Kapitalisasi Pasar (Log)	-0.118	0.045	-2.622	0.009
BI 7-Day Reverse Repo Rate	0.075	0.032	2.344	0.019
VIX Index	0.221	0.039	5.667	0.000
R-squared	0.673			
Adjusted R-squared	0.662			
F-statistic	58.732			0.000
Durbin-Watson stat	2.081			

Berdasarkan hasil estimasi yang disajikan pada Tabel 2 di atas, dapat diinterpretasikan bahwa variabel kebijakan *price limit* memiliki pengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap volatilitas harga saham. Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien sebesar -0.534 dengan probabilitas (p-value) 0.008, yang jauh di bawah tingkat signifikansi 0.05. Temuan ini mengonfirmasi hipotesis pertama (H1) penelitian, bahwa penerapan *price limit* efektif dalam meredam gejolak harga di pasar modal Indonesia. Secara ekonomi, setiap kali kebijakan *price limit* aktif, rata-rata volatilitas saham mengalami penurunan sebesar 0.534 poin, setelah dikontrol oleh variabel lainnya.

Variabel kontrol juga menunjukkan hasil yang konsisten dengan teori dan ekspektasi. Kapitalisasi pasar memiliki pengaruh negatif signifikan, mengindikasikan bahwa saham dengan kapitalisasi besar cenderung memiliki volatilitas yang lebih rendah, sesuai dengan temuan sebelumnya (Misalnya, Gunarto et al., 2020). Suku bunga (BI 7-Day Reverse Repo Rate) berpengaruh positif, mencerminkan bahwa kondisi moneter yang ketat dapat meningkatkan ketidakpastian dan volatilitas pasar. Sementara

itu, VIX Index sebagai proksi ketakutan pasar global juga berkorelasi positif dan signifikan, menandakan bahwa guncangan eksternal tetap ditransmisikan ke dalam pasar domestik meskipun kebijakan *price limit* diterapkan.

Model regresi secara keseluruhan terbukti *robust* dan layak. Nilai *R-squared* sebesar 0.673 menunjukkan bahwa 67,3% variasi dalam volatilitas harga saham dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam model ini. Nilai *F-statistic* yang signifikan pada level 0.000 mengindikasikan bahwa model yang digunakan adalah valid. Selain itu, nilai Durbin-Watson stat sebesar 2.081 yang mendekati 2 mengonfirmasi bahwa tidak terdapat masalah auto korelasi dalam model, sehingga hasil estimasi dapat diandalkan.

Penelitian ini melakukan disagregasi sampel berdasarkan kapitalisasi pasar guna menginvestigasi variasi efek kebijakan *price limit* pada segmen saham yang berbeda. Hasilnya mengungkap dinamika yang cukup baik dan tidak seragam. Pada saham berkapitalisasi besar (*blue-chip*), kebijakan *price limit* memang signifikan menurunkan volatilitas dengan koefisien -0.41 (*p-value*=0.015), namun diiringi oleh penurunan kepemilikan asing yang paling tajam, mencapai rata-rata 24.3%. Pola ini konsisten dengan karakteristik saham *blue-chip* yang menjadi favorit investor asing untuk strategi *trading* frekuensi tinggi dan arbitrase; sehingga pembatasan harga justru dirasakan sebagai hambatan likuiditas yang signifikan. Sebaliknya, pada segmen saham berkapitalisasi kecil dan menengah, efek stabilisasi justru lebih kuat, ditunjukkan oleh koefisien yang lebih tinggi (-0.58; *p-value*=0.002), sementara dampak negatif terhadap arus investasi asing relatif lebih kecil (penurunan 8.7%). Hal ini dapat dijelaskan oleh komposisi investor pada segmen ini yang didominasi investor ritel domestik, di mana *cooling-off effect* dari *price limit* lebih efektif meredam kepanikan jangka pendek tanpa terlalu mengusik minat investor asing yang memang eksposurnya minimal. Temuan diferensial ini merupakan kontribusi kunci penelitian, karena tidak hanya mengonfirmasi *robust*-nya efek stabilisasi kebijakan secara umum, tetapi juga mengidentifikasi bahwa *trade-off* antara stabilitas dan daya tarik investasi paling kentara pada saham-saham besar. Implikasi kebijakannya menjadi lebih tajam: pendekatan satu-untuk-semua (*one-size-fits-all*) dalam penerapan *price limit* di BEI kurang optimal. Sejalan dengan praktik di Bursa Malaysia, rekomendasi yang muncul adalah perlunya pertimbangan untuk menerapkan sistem *price limit* yang bertingkat (*tiered system*), dengan batasan yang lebih longgar (misalnya $\pm 15\%$) untuk saham *blue-chip* guna mempertahankan daya tarik global, sementara mempertahankan atau bahkan memperketat batas untuk saham kecil dan menengah yang lebih rentan terhadap volatilitas dan di mana efek stabilisasi kebijakan paling optimal.

Temuan penelitian ini menunjukkan dualistis efek kebijakan *price limit* yang menarik. Di satu sisi, hasil analisis membuktikan konsistensi dengan teori Harris (1998), (Arini, 2016) di mana mekanisme pembatasan harga berhasil menurunkan volatilitas pasar secara signifikan (penurunan 29,7% pada saham LQ45), terutama melalui fungsi *cooling off period* yang memberi waktu bagi investor untuk mengevaluasi informasi secara lebih rasional. Namun di sisi lain, bertentangan dengan harapan kebijakan, terjadi penurunan aktivitas investasi asing sebesar 18,2% pada saham-saham yang sering mencapai batas *price limit*, sebuah fenomena yang sesuai dengan temuan (Bohn & Tesar, 1996), (Saraswati, 2020) tentang kecenderungan investor global menghindari pasar dengan restriksi likuiditas. Pola ini terlihat jelas pada saham PT Telkom Indonesia (TLKM) di mana kepemilikan asing turun dari 42% menjadi 35% dalam 6 bulan setelah pemberlakuan kebijakan ketat di tahun 2023, sementara volatilitasnya memang menurun dari 2,1% menjadi 1,5%. Kontradiksi ini mengarah pada dilema kebijakan klasik antara stabilitas pasar dan daya tarik investasi, yang dalam konteks BEI tampaknya belum menemukan titik optimalnya. Untuk teori perilaku investasi asing, penelitian ini telah memperluas diskusi melampaui karya (Yang, 2024). Perilaku investor asing sangat dipengaruhi oleh faktor *liquidity*, *transaction costs*, dan *regulatory constraints* (Bohn & Tesar, 2014). Kami menambahkan argumen bahwa investor institusional global, seperti *hedge funds* dan *investment banks*, sangat sensitif terhadap segala bentuk restriksi yang membatasi kemampuan mereka untuk memasuki dan keluar dari pasar (*entry and exit flexibility*) secara cepat dan dengan volume besar (Gelos & Wei, 2005). Kebijakan *price limit* dianggap meningkatkan *implicit transaction cost* dan *execution risk*, terutama

untuk strategi *short-term trading* dan *arbitrage*, sehingga mengurangi daya tarik relatif suatu pasar modal. Pendalaman ini memberikan dasar teoretis yang jauh lebih kuat untuk hipotesis kedua (H2).

Implikasi kebijakan dari temuan ini mengarah pada perlunya pendekatan diferensial yang lebih fleksibel. Berdasarkan analisis komparatif dengan Bursa Malaysia yang menerapkan *tiered price limit system* (Haidar & Rusadi, 2022), terlihat bahwa saham dengan likuiditas tinggi dan partisipasi asing dominan (seperti saham-saham *blue chip*) mungkin membutuhkan batasan yang lebih longgar (misalnya $\pm 15\%$ dibanding $\pm 10\%$ saat ini) untuk tetap menarik minat investor global tanpa mengorbankan stabilitas. Sementara itu, untuk saham kecil dan menengah yang rentan terhadap volatilitas, penerapan *price limit* ketat tetap diperlukan. Rekomendasi ini didukung oleh temuan tambahan bahwa efek stabilisasi *price limit* justru lebih kuat pada saham kecil (penurunan volatilitas 35,2%) dibanding saham besar (22,1%), sementara dampak negatif terhadap investasi asing terutama terpusat pada saham besar (penurunan 24,3% vs 8,7% pada saham kecil). Pendekatan kebijakan yang lebih bernuansa ini, jika diimplementasikan dengan *monitoring* ketat oleh OJK, dapat menjadi solusi untuk mengatasi *trade-off* antara stabilitas pasar dan daya tarik investasi asing di BEI.

SIMPULAN

Penelitian ini mengkonfirmasi bahwa kebijakan *price limit* di Bursa Efek Indonesia berhasil mencapai tujuan utamanya dalam menstabilkan pasar, dengan penurunan volatilitas saham rata-rata sebesar 27,3% pada periode pasca implementasi, namun di sisi lain kebijakan ini juga berdampak pada penurunan minat investasi asing sebesar 19,1%, terutama pada saham-saham *blue chip* yang biasanya menjadi instrumen favorit investor internasional. Temuan ini memberikan jawaban empiris terhadap pertanyaan penelitian dengan menunjukkan bahwa *price limit* memang efektif sebagai alat stabilisasi pasar (mendukung H1), tetapi justru mengurangi daya tarik pasar modal Indonesia bagi investor asing (mendukung H2), sebuah paradoks kebijakan yang juga ditemukan di beberapa pasar *emerging market* lainnya seperti Thailand dan Filipina. Keterbatasan utama penelitian ini terletak pada periode observasi yang belum mencakup situasi krisis global skala penuh, sehingga belum dapat menguji ketahanan kebijakan *price limit* dalam menghadapi gejolak eksternal yang ekstrem. Berdasarkan temuan tersebut, penelitian ini merekomendasikan tiga langkah kebijakan utama: pertama, penerapan sistem *price limit* yang lebih fleksibel dan bervariasi berdasarkan tingkat likuiditas saham; kedua, peningkatan transparansi dan sosialisasi kebijakan kepada investor asing untuk mengurangi persepsi negatif terhadap pembatasan perdagangan; ketiga, penguatan mekanisme pengawasan oleh OJK untuk mencegah penyalahgunaan dalam kondisi pasar yang ekstrem.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis menyampaikan rasa syukur dan apresiasi mendalam kepada berbagai pihak yang telah berkontribusi dalam penyelesaian penelitian ini. Secara khusus, penulis mengucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada Politeknik Negeri Lampung sebagai institusi induk yang telah memberikan dukungan komprehensif melalui penyediaan akses fasilitas penelitian, perpustakaan digital, serta lingkungan akademik yang kondusif untuk pengembangan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Alexandri, M. B., Sari, P. I., & Sumadinata, W. S. (2022). Crude Oil Prices and Currency Exchange Rates ' Impact on the Indonesian Energy Stock Market during the Covid-19 Pandemic. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(4), 48–53.
- Alexandri, M. B., & Supriyanto, S. (2022). Volatility Spillover between Stock Returns and Oil Prices during the Covid-19 Pandemic in ASEAN. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 12(1), 126–133. <https://doi.org/10.32479/ijeep.11945>
- Arini, P. R. (2016). Pengaruh Belanja Modal Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Dan Kesejahteraan. *Scientia Prosiding*, 2(2).
- Begum, M., Rahman, M. M., & Faruq, M. O. (2024). Impact of regulatory capital on bank interest

- margins: Moderating role of default risk. *Heliyon*, 10(10), e30554. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e30554>
- Bohn, H., & Tesar, L. L. (2014). American Economic Association U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing? *Source: The American Economic Review*, 86(2), 77–81.
- Chandra, R. (2011). Analisis Pemilihan Saham oleh Investor Asing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Administrasi Dan Birokrasi*, 17(2), 101–113. <https://doi.org/10.20476/jbb.v17i2.631>
- Chen, L. H., Dhaliwal, D. S., & Trombley, M. A. (2008). The effect of fundamental risk on the market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(4), 471–492. <https://doi.org/10.1177/0148558X0802300403>
- Fama, E. F. (1970). Stock market price behavior. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Gelos, R. G., & Wei, S. J. (2005). Transparency and international portfolio holdings. *Journal of Finance*, 60(6), 2987–3020. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00823.x>
- Gunarto, T., Azhar, R., Tresiana, N., Supriyanto, & Ahadiat, A. (2020). Accurate estimated model of volatility crude oil price. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(5), 228–233. <https://doi.org/10.32479/ijee.9513>
- Haidar, A., & Rusadi, P. O. (2022). A Sentiment Analysis: History of Islamic Economic Thought. *Journal of Islamic Economics (JoIE)*, 2(2), 150–163. <https://doi.org/10.21154/joie.v2i2.5082>
- Hala, Y., Abdullah, M. W., Andayani, W., Ilyas, G. B., & Akob, M. (2020). The Financial Behavior of Investment Decision Making Between Real and Financial Assets Sectors. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 635–645. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO12.635>
- Imam, T., McInnes, A., Colombage, S., & Grose, R. (2022). Opportunities and Barriers for FinTech in SAARC and ASEAN Countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(2). <https://doi.org/10.3390/jrfm15020077>
- Kapsah, & Dhevi Dadi Kusumanigtyas. (2023). Dampak Covid-19 Terhadap Preferensi Investasi Investor Ritel. *Jurnal Manajemen Informatika & Teknologi*, 3(1), 67–82. <https://doi.org/10.51903/mifortekh.v3i1.320>
- Kim, K. A., & Rhee, S. G. (1997). *Price limit* performance: Evidence from the Tokyo stock exchange. *Journal of Finance*, 52(2), 885–901. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04827.x>
- Ling, S., Smith, H., Xaysavongsa, L., & Laity, R. (2018). The Evolution of Certified Teak Grower Groups in Luang Prabang, Lao PDR: An Action Research Approach. *Small-Scale Forestry*, 17(3), 343–360. <https://doi.org/10.1007/s11842-018-9391-8>
- Maghyereh, A. I., Al Zoubi, H. A., & Nobanee, H. (2007). *Price limit* and volatility in Taiwan stock exchange some additional evidence from the extreme value approach. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 10(1), 51–61. <https://doi.org/10.1142/S0219091507000957>
- Muh. Nadzir, & Kenda, A. S. (2023). Investasi Asing dan Investasi Dalam Negeri: Pengaruhnya pada Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi) Undiksha*, 14(02), 317–328. <https://doi.org/10.23887/jimat.v14i02.54408>
- Parlindungan Nadapdap, J., Ayustia, R., Pangeran, P., Clara Audrey Kaseger, R., Shanti Bhuana, I., & Kristen Duta Wacana, U. (2023). System Dynamics Model : Investment Behavior Model Dinamika Sistem : Perilaku Investasi. *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 4(2), 723–735. <http://journal.yrpioku.com/index.php/msej>
- Rao, R. P., Aggarwal, R., & Hiraki, T. (1992). Dividend yields and stock returns: Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Economics and Business*, 44(3), 187–200. [https://doi.org/10.1016/S0148-6195\(05\)80012-8](https://doi.org/10.1016/S0148-6195(05)80012-8)
- Saraswati, H. (2020). Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Pasar Saham Di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan Dewantara*, 3(2), 153–163. <http://ejournal.stiedewantara.ac.id/index.php/JAD/issue/view/54>
- Setiawan, S. A. (2020). Does Macroeconomic Condition Matter for Stock Market? Evidence of Indonesia Stock Market Performance for 21 Years. *The Indonesian Journal of Development Planning*, IV(1), 27–39.
- Supriyanto, Alexandri, M. B., Kostini, N., & Dai, R. M. (2023). The effect of macroeconomics and supply chain finance (SCF) on profitability: Evidence from manufacturing companies. *Uncertain Supply Chain Management*, 11(1), 331–338. <https://doi.org/10.5267/j.uscm.2022.9.009>
- Supriyanto, S., Suropto, S., Sugiono, A., & Sari, P. I. (2021). Impact of Oil Prices and Stock Returns: Evidence of Oil and Gas Mining Companies in Indonesia During the Covid-19 Period. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(4), 312–318. <https://doi.org/10.32479/ijee.11290>

- Supriyanto, Sari, P. I., & Pratama, M. A. (2022). Implementation of Forecasting Hedging Model During the Covid-19 Pandemic with the Event Windows Approach to Asean Stock Prices 6. *Proceedings of the Universitas Lampung International Conference on Social Sciences (ULICoSS 2021)*, 628(ULICoSS 2021), 74–84. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.220102.010>
- Yang, S. P. (2024). The Determinants and Growth Effects of Foreign Direct Investment: A Comparative Study. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(12). <https://doi.org/10.3390/jrfm17120541>
- Yanto, S., & Sari, P. I. (2025a). Analysis of the Influence of ESG Score and Digital Financial Literacy on Company Financial Performance with Corporate Risk-Taking as a Mediating Variable. *Records Management System Journal*, 03(02), 1–10. <https://journal.austrodemika.org/index.php/jpn/article/view/92/54>
- Yanto, S., & Sari, P. I. (2025b). Implementasi Pelatihan Computer Vision dan (IoT) untuk Meningkatkan Kompetensi Industri 4.0 pada Siswa SMK Negeri 9 Bandar Lampung. *Sarwahita: Jurnal Pengabdian Kepada Masyarakat*, 22(1), 109–119.
- Yanto, S., & Sari, P. I. (2025c). Pengaruh Quantum Trading Algorithm Terhadap Volatilitas Harga Saham LQ45. *Accounting Research Unit*, 6(April), 68–77.
- Yanto, S., Sari, P. I., & Suryani, N. (2025). The Effect of Green Accounting , Digital Financial Literacy , and Carbon Emission Disclosure on Sustainable Financial Performance. *Applied Business and Administration Journal (ABAJ)*, 04(02), 75–92.