

Studi Komparatif: Volatilitas dan Likuiditas Saham Setelah Implementasi Papan Pemantauan Khusus Tahap I dan II

Tiwi^{1*}

A. Ifayani Haanurat²

Nurlina³

^{1,2,3}Universitas Muhammadiyah Makassar, Indonesia

*Korespondensi penulis: tiwidestiani51@gmail.com

Abstract. *The Special Monitoring Board (Papan Pemantauan Khusus/PPK) is a policy implemented by the Indonesia Stock Exchange to control price volatility and enhance trading quality for high-risk stocks through the call auction mechanism. This study compares stock volatility and liquidity before and after the implementation of PPK Phase I (Hybrid Call Auction) and PPK Phase II (Full Call Auction). This study employs a quantitative, comparative approach using stocks listed on the PPK during the 2023–2025 period. Secondary data, including stock prices, trading volume, and transaction value, are analyzed using the Wilcoxon Signed-Rank Test. The results indicate significant differences in stock volatility and liquidity following the implementation of the Special Monitoring Board. A greater reduction in volatility is observed during PPK Phase II, indicating the effectiveness of the full-auction mechanism in suppressing stock price fluctuations. However, in terms of liquidity, PPK Phase I tends to be followed by an improvement in market liquidity, whereas PPK Phase II shows a short-term decline in liquidity. The findings indicate a trade-off between price stability and efficiency in the implementation of the Full Call Auction mechanism in the Indonesian capital market.*

Keywords: *Call Auction; Liquidity; Stock Volatility; Special Monitoring Board.*

Abstrak. Papan Pemantauan Khusus (PPK) merupakan kebijakan Bursa Efek Indonesia untuk mengendalikan volatilitas dan meningkatkan kualitas perdagangan saham berisiko tinggi melalui mekanisme *Call Auction*. Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan volatilitas dan likuiditas saham sebelum dan sesudah implementasi PPK Tahap I (*Hybrid Call Auction*) dan PPK Tahap II (*Full Call Auction*). Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode komparatif terhadap saham yang terdaftar di PPK selama periode 2023-2025. Data sekunder berupa harga saham, volume perdagangan dan nilai transaksi dianalisis menggunakan uji *Wilcoxon Signed-Rank Test*. Hasil penelitian menunjukkan adanya perbedaan signifikan volatilitas dan likuiditas saham setelah implementasi Papan Pemantauan Khusus. Penurunan volatilitas yang lebih kuat terjadi pada PPK Tahap II, yang mengindikasikan efektivitas mekanisme lelang penuh dalam menekan fluktuasi harga saham. Namun, dari sisi likuiditas, PPK Tahap I cenderung

diikuti oleh peningkatan likuiditas pasar, sedangkan PPK Tahap II menunjukkan penurunan likuiditas jangka pendek. Temuan ini menunjukkan adanya trade-off antara stabilitas harga dan efisiensi dalam penerapan mekanisme Full Call Auction di pasar modal Indonesia.

Kata kunci: *Call Auction; Likuiditas; Volatilitas Saham; Papan Pemantauan Khusus.*

Article Info:

Received: January 23, 2026

Accepted: February 17, 2026

Available online: June 22, 2026

DOI: <http://dx.doi.org/10.30588/jmp.v15i2.2592>

LATAR BELAKANG

Struktur dan dinamika perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia menunjukkan peningkatan partisipasi investor ritel dalam beberapa tahun terakhir. Berdasarkan data *Indonesia Stock Exchange* (IDX), jumlah investor ritel di Indonesia terus meningkat dari 3,88 juta pada tahun 2020 menjadi 11,7 juta pada pertengahan 2024 (Otoritas Jasa Keuangan, 2022). Lonjakan jumlah investor ini memberikan kontribusi positif terhadap pertumbuhan pasar modal, namun di sisi lain juga menimbulkan tantangan baru terkait transparansi, stabilitas, serta potensi manipulasi harga saham (Kosasih & Astawa, 2025). Salah satu isu yang mendapat perhatian serius dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah keberadaan saham yang masuk dalam Papan Pemantauan Khusus (PPK) (Widiarma, 2025). Saham-saham ini pada umumnya memiliki likuiditas rendah, volatilitas tinggi, dan sering kali menjadi target spekulasi maupun praktik manipulatif (Cao et al., 2021).

Permasalahan utama yang sering ditemui pada saham yang tercatat di Papan Pemantauan Khusus (PPK) adalah tingginya tingkat volatilitas harga (Hadlock et al., 2018). Pada sistem *continuous auction*, setiap pesanan yang masuk akan langsung dieksekusi, sehingga harga dapat mengalami perubahan secara cepat dari waktu ke waktu (Castro et al., 2020). Mekanisme ini membuat harga lebih responsif terhadap dinamika permintaan dan penawaran, namun pada saham dengan risiko tinggi, kondisi tersebut berpotensi memicu terjadinya *overreaction* pasar akibat respon investor terhadap sinyal harga yang tidak selalu mencerminkan kondisi fundamental (Haanurat et al., 2026). Sebaliknya, mekanisme *periodic call auction* memungkinkan pengumpulan pesanan dalam periode tertentu yang kemudian dieksekusi secara serentak dalam satu sesi pencocokan, sehingga harga yang terbentuk relatif lebih stabil, transparan, dan mencerminkan keseimbangan antara permintaan dan penawaran (Muhando, 2012). Di samping permasalahan volatilitas, isu krusial lain yang melekat pada saham PPK adalah rendahnya tingkat likuiditas (Chau et al., 2021).

Likuiditas mencerminkan kemudahan suatu aset untuk diperdagangkan tanpa menimbulkan perubahan harga yang signifikan (Le & Gregoriou, 2020). Pada saham-saham dengan volume transaksi rendah, perubahan harga yang tajam sering kali dipicu oleh jumlah transaksi yang relatif kecil (Pham et al., 2020). Kondisi ini menurunkan daya tarik saham PPK bagi investor institusional maupun ritel yang lebih mengutamakan stabilitas harga (Dinh & Tran, 2024). Untuk mengurangi risiko tersebut, BEI memperkenalkan mekanisme perdagangan *Call Auction* pada Papan Pemantauan Khusus sebagai instrumen

regulasi untuk menekan potensi manipulasi harga sekaligus meningkatkan likuiditas saham di PPK (Widiarma, 2025).

Penerapan *Call Auction* dilakukan secara bertahap agar efektivitasnya dapat dievaluasi secara berkelanjutan (Perdana et al., 2024). Pada tahap awal, BEI memperkenalkan Papan Pemantauan Khusus tahap I yang dikenal dengan *Hybrid Call Auction* pada 12 Juni 2023 dengan menerapkan sistem hybrid, yaitu perdagangan saham pada PPK hanya dapat dilakukan pada jam tertentu melalui mekanisme lelang (*call auction*) yang digabungkan dengan sesi reguler terbatas (Guillen et al., 2020). Kebijakan ini bertujuan untuk menekan volatilitas harga serta mengurangi ruang terjadinya manipulasi transaksi pada saham-saham berisiko tinggi (Le & Gregoriou, 2020). Meskipun demikian, penerapan Papan Pemantauan Khusus Tahap I menuai pro dan kontra (Pasaribu & Wibowo, 2025). Di satu sisi, kebijakan ini terbukti mampu menekan frekuensi transaksi semu (*wash trade*), namun di sisi lain menurunkan minat investor karena berkurangnya fleksibilitas dalam aktivitas perdagangan (Perdana et al., 2024).

Sebagai tindak lanjut, sejak 25 Maret 2024 Bursa Efek Indonesia (BEI) meluncurkan implementasi Papan Pemantauan Khusus Tahap II, yang mengubah sistem menjadi lelang penuh (*Full Call Auction*), sehingga seluruh transaksi saham pada PPK hanya dapat dilakukan melalui mekanisme lelang pada sesi tertentu (BEI, 2023). Kebijakan ini diharapkan mampu menekan praktik manipulasi harga, khususnya yang dilakukan oleh pelaku pasar dengan modal besar, serta mendorong pembentukan harga yang lebih wajar sesuai keseimbangan permintaan dan penawaran (Park et al., 2022). Menurut laporan BEI, penerapan Papan Pemantauan Khusus tahap II dengan mekanisme *full periodic call auction* terbukti menurunkan volatilitas harga saham secara signifikan dibandingkan periode *hybrid* pada tahap I (Li et al., 2021). PPK tahap II juga diklaim mampu meningkatkan likuiditas melalui akumulasi *order*, meskipun dampaknya terhadap perilaku investor dan stabilitas jangka panjang masih memerlukan kajian lebih lanjut (Georgosouli, 2013).

Sejumlah penelitian terdahulu telah mengkaji mekanisme *call auction* di berbagai pasar modal internasional. Pasaribu dan Wibowo (2025) menemukan bahwa penerapan Papan Pemantauan Khusus Tahap I mampu menurunkan tingkat volatilitas jangka pendek pada saham berisiko tinggi, namun belum signifikan meningkatkan likuiditas. Temuan serupa dikemukakan oleh Widiarma (2025) yang menyatakan bahwa *Full Call Auction* berhasil mengurangi praktik *pump and dump*, tetapi membatasi fleksibilitas perdagangan bagi investor ritel. Rasendriya (2024) menyoroti bahwa PPK tahap II berpotensi lebih efektif, karena sepenuhnya membatasi peluang manipulasi melalui *continuous trading*, meskipun ada kekhawatiran mengenai penurunan minat investor akibat berkurangnya fleksibilitas perdagangan. Studi internasional oleh Mandhavan (2016), Orhun, (2020), dan Aitken et al. (2005) juga menegaskan bahwa sistem lelang meningkatkan transparansi dan keadilan harga serta meredam volatilitas, namun memiliki konsekuensi berupa berkurangnya likuiditas *intraday* dan efisiensi perdagangan.

Beberapa penelitian sebelumnya telah meneliti *Full Call Auction* (FCA). Namun, sebagian besar studi tersebut masih berfokus pada evaluasi PPK Tahap I, sedangkan kajian empiris terkait implementasi PPK Tahap II relatif terbatas, karena kebijakan ini baru diberlakukan. Selain itu, mayoritas penelitian sebelumnya lebih menitikberatkan pada analisis dampak terhadap volatilitas harga, sementara kajian mengenai aspek likuiditas pada PPK masih jarang dilakukan, khususnya dalam bentuk analisis komparatif

antara kedua tahap Papan Pemantauan Khusus. Hal ini menunjukkan adanya celah literatur dengan menganalisis secara langsung perbedaan efektivitas Papan Pemantauan Khusus Tahap I dan Tahap II. Oleh karena itu, tujuan penelitian ini untuk menguji perbedaan efektivitas dua kebijakan perdagangan saham, yaitu implementasi Papan Pemantauan Khusus Tahap I, *Hybrid Call Auction*, dan PPK Tahap II, yaitu *Full Call Auction* dalam menekan volatilitas harga, serta meningkatkan likuiditas saham yang tercatat di PPK.

KAJIAN TEORITIS

Market Microstructure Theory

Teori mikrostruktur pasar memfokuskan pada bagaimana informasi, aturan perdagangan, dan struktur pasar mempengaruhi perilaku harga, volatilitas, dan likuiditas pasar (Kuo & Li, 2011). Dalam konteks penerapan Papan Pemantauan Khusus terdapat dua tahap penting yang perlu diperhatikan. Pada PPK tahap I, sistem *hybrid* yang diterapkan masih mengombinasikan *periodic call auction* dengan *continuous auction* terbatas, sehingga meskipun mampu mengurangi praktik manipulasi harga melalui lelang periodik, volatilitas *intraday* masih relatif tinggi karena adanya eksekusi *order* secara langsung pada sesi kontinyu (Perdana et al., 2024). Sebaliknya, PPK Tahap II menggunakan sistem *full periodic call auction*, yaitu seluruh transaksi hanya dieksekusi pada periode tertentu (Orhun, 2020). Mekanisme ini memungkinkan akumulasi *order*, sehingga menghasilkan harga yang lebih representatif terhadap keseimbangan permintaan dan penawaran, sekaligus menurunkan volatilitas harga (Mandhavan, 2016). Selain itu, penerapan PPK Tahap II juga diperkirakan meningkatkan kualitas likuiditas dengan mempersempit *bid-ask spread* dan mengurangi *price impact* dari transaksi individual, meskipun jumlah frekuensi perdagangan harian cenderung menurun (Aitken et al., 2005).

Volatilitas dan Likuiditas

Dalam konteks struktur pasar, volatilitas dipengaruhi secara langsung oleh mekanisme perdagangan yang digunakan (Twu & Wang, 2017). Mekanisme *continuous auction* cenderung memperlihatkan volatilitas yang lebih tinggi karena harga terbentuk secara instan dari setiap transaksi, sehingga pergerakan harga lebih mudah dipengaruhi oleh *order* berskala kecil maupun aktivitas spekulatif (Kuo & Li, 2011). Sebaliknya, *periodic call auction* sebagai inti dari PPK memungkinkan pengumpulan *order* dalam rentang waktu tertentu untuk kemudian dicocokkan secara serentak. Proses ini diyakini mampu menghasilkan harga yang lebih stabil karena mencerminkan keseimbangan antara permintaan dan penawaran secara agregat

Likuiditas merepresentasikan kemudahan suatu aset untuk diperdagangkan tanpa menimbulkan perubahan harga yang signifikan (Amihud & Levi, 2023). Dalam mekanisme *continuous auction*, likuiditas biasanya lebih tinggi secara frekuensi, karena setiap *order* dapat langsung dieksekusi (Budish et al., 2015). Namun, kondisi ini seringkali disertai dengan likuiditas semu, yaitu pergerakan harga justru lebih rentan terhadap guncangan transaksi individual (Harimbawa & Sulindawati, 2022). Penerapan *Call Auction* pada Papan Pemantauan Khusus, khususnya pada Tahap II dengan sistem *full periodic call auction*, diharapkan dapat meningkatkan kualitas likuiditas dengan mempersempit *bid-ask spread* dan mengurangi dampak harga dari *order* tunggal (Pasaribu & Wibowo, 2025).

PPK Tahap I *Hybrid Call Auction*

Implementasi *Hybrid Call Auction* merupakan tahap awal penerapan kebijakan lelang saham di Papan Pemantauan Khusus (PPK) oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dimulai pada 12 Juni 2023. Pada mekanisme ini, perdagangan saham dilakukan secara hibrida, yaitu menggabungkan sistem *Call Auction* pada jam tertentu dengan sesi reguler terbatas di luar periode lelang (Buzmakov et al., 2023). Kelebihan *Hybrid Call Auction* terbukti mampu menekan frekuensi transaksi manipulatif, khususnya transaksi semu (*wash trade*), serta memberikan pengawasan yang lebih ketat terhadap saham-saham yang berisiko tinggi (Park et al., 2022). Selain itu, mekanisme ini menjadi langkah awal yang penting untuk mengedukasi pasar dan menyiapkan infrastruktur menuju sistem lelang penuh (Widiarma, 2025). Namun, kelemahan PPK Tahap I, terletak pada berkurangnya fleksibilitas perdagangan bagi investor, karena sesi transaksi reguler yang tersedia menjadi terbatas (Félez-Viñas & Hagströmer, 2021). Hal ini berdampak pada menurunnya minat investor, baik ritel maupun institusional, sehingga likuiditas saham pada PPK justru cenderung tetap rendah (Rasendriya, 2024).

PPK Tahap II *Full Call Auction*

Full Periodic Call Auction merupakan tahap lanjutan dari kebijakan lelang saham di Papan Pemantauan Khusus (PPK) yang resmi diterapkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 25 Maret 2024 (Widiarma, 2025). Mekanisme ini dirancang untuk membentuk harga yang lebih wajar, transparan, serta berbasis pada keseimbangan permintaan dan penawaran (Rasendriya, 2024). Kelebihan implementasi PPK Tahap II terletak pada kemampuannya dalam menurunkan volatilitas harga secara signifikan, karena proses pembentukan harga tidak lagi dipengaruhi oleh transaksi individual yang terjadi secara terus-menerus, melainkan melalui akumulasi *order* dalam satu sesi lelang (Perdana et al., 2024). Selain itu, mekanisme ini memberikan perlindungan lebih kuat terhadap praktik manipulasi harga, terutama oleh pelaku pasar dengan modal besar, sekaligus meningkatkan keadilan dalam proses *price discovery* (Li et al., 2021). Namun, kelemahan PPK Tahap II terletak pada keterbatasan fleksibilitas transaksi, karena investor hanya dapat melakukan perdagangan pada sesi lelang yang telah ditentukan (Pasaribu & Wibowo, 2025). Selain itu, likuiditas dapat meningkat dalam jangka panjang. Pada tahap awal penerapan PPK Tahap II, beberapa saham PPK masih menghadapi tantangan rendahnya volume transaksi, karena sebagian investor cenderung menunggu kepastian hasil lelang sebelum mengambil keputusan (Aitken et al., 2005).

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan pendekatan komparatif. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham emiten yang masuk ke dalam PPK selama periode penelitian. Sampel dalam penelitian ini ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria saham yang tercatat di Papan Pemantauan Khusus pada periode PPK Tahap 1 dan II.

Proses pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan secara langsung dari *website* IDX. Data yang digunakan berupa data sekunder yang meliputi harga saham harian (*open, high, low, close*), volume perdagangan, dan nilai transaksi yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (IDX). Volatilitas harga saham diukur menggunakan pendekatan rentang harga harian (Klass & Mark, 1980), sedangkan likuiditas saham diukur

menggunakan indikator *illiquidity* (ILLIQ) (Amihud et al., 2002). Periode penelitian ditetapkan berdasarkan implementasi kebijakan PPK, yaitu PPK Tahap I yang berlaku pada 12 Juni 2023 hingga 25 Maret 2024, serta implementasi PPK Tahap II yang berlaku pada 25 Maret 2024 hingga 27 Agustus 2025.

Teknik analisis data dilakukan dalam dua tahap. *Pertama*, uji normalitas untuk mengetahui distribusi data volatilitas dan likuiditas. Tahap *kedua* adalah uji beda menggunakan *Wilcoxon Signed-Rank Test*. Pemilihan uji ini didasarkan pada hasil uji normalitas yang menunjukkan bahwa data volatilitas dan likuiditas saham tidak berdistribusi normal. Selain itu, analisis dilakukan terhadap data berpasangan, yaitu membandingkan kondisi sebelum dan sesudah penerapan Papan Pemantauan Khusus. *Wilcoxon Signed-Rank Test* dinilai tepat karena mampu menguji perbedaan dua kondisi berpasangan tanpa mensyaratkan asumsi normalitas data, sehingga sesuai dengan karakteristik data penelitian. Pengujian dilakukan dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05 (5%).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran awal mengenai perubahan volatilitas dan likuiditas saham sebelum dan sesudah penerapan kebijakan Papan Pemantauan Khusus pada dua tahap mekanisme perdagangan. Volatilitas diukur menggunakan rentang waktu harian, sedangkan likuiditas diukur menggunakan indikator *illiquidity* (ILLIQ). Ringkasan perubahan nilai rata-rata kedua indikator pada masing-masing tahap kebijakan disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Perubahan Rata-Rata

Tahap PPK	Indikator	Sebelum	Setelah	Perubahan	Persentase
1	Volatilitas	-1013	-0.74	1012	99.93%
	ILLIQ	0.0000149	0.0000143	-0.000000546	-3.68%
2	Volatilitas	1138	-549	-1687	-148.22%
	ILLIQ	0.0001079	0.0001106	0.000002730	2.53%

1. PPK Tahap I

- Nilai volatilitas meningkat dari -1013 menjadi -0,74 setelah implementasi PPK Tahap I, yaitu *Hybrid Call Auction*. Peningkatan ini mengindikasikan adanya perubahan fluktuasi harga saham, namun dalam tingkat yang relatif terbatas.
- Nilai ILLIQ menurun dari 0,0000149 menjadi 0.0000143 atau sebesar -3,68% yang berarti bahwa likuiditas pasar mengalami peningkatan, karena semakin kecil nilai ILLIQ mencerminkan tingkat likuiditas yang semakin baik.

2. PPK Tahap II

- Volatilitas mengalami penurunan dari 1138 menjadi -549 setelah implementasi PPK Tahap II, yaitu *Full Call Auction*. Hal ini menunjukkan bahwa fluktuasi harga saham mengalami penurunan, sehingga kondisi pasar menjadi lebih stabil.
- Nilai ILLIQ meningkat dari 0,0001079 menjadi 0,0001106 atau sebesar 2,53% setelah implementasi Papan Pemantauan Khusus Tahap II, yang mengindikasikan

bahwa likuiditas pasar mengalami penurunan, karena semakin besar nilai ILLIQ mencerminkan likuiditas yang semakin rendah.

Uji Beda

Setelah diperoleh gambaran deskriptif mengenai perubahan volatilitas dan likuiditas saham, selanjutnya dilakukan uji beda untuk menilai signifikansi perbedaan nilai sebelum dan sesudah penerapan Papan Pemantauan Khusus. Berdasarkan hasil uji normalitas yang menunjukkan bahwa data volatilitas dan likuiditas tidak berdistribusi normal, maka uji beda yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Wilcoxon Signed-Rank Test*. Hasil pengujian perbedaan volatilitas dan likuiditas pada PPK Tahap I dan PPK Tahap II masing-masing disajikan pada Tabel 2 dan Tabel 3.

Tabel 2. PPK Tahap I

No	Variabel	Normalitas	Uji	p-value	Kesimpulan
1	Volatilitas	Tidak Normal	Wilcoxon	0.000	Signifikan
2	ILLIQ	Tidak Normal	Wilcoxon	0.000	Signifikan

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 2, diketahui bahwa *p-value* Volatilitas dan ILLIQ sebesar 0.000 (<0.05) yang menandakan adanya perbedaan signifikan secara statistik antara Sebelum dan Setelah penerapan PPK Tahap I.

Tabel 3. PPK Tahap II

No	Variabel	Normalitas	Uji	p-value	Kesimpulan
1	Volatilitas	Tidak Normal	Wilcoxon	0.000	Signifikan
2	ILLIQ	Tidak Normal	Wilcoxon	0.000	Signifikan

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3, diketahui bahwa *p-value* Volatilitas dan ILLIQ sebesar 0.000 (<0.05) yang menandakan adanya perbedaan signifikan secara statistik antara Sebelum dan Setelah penerapan PPK Tahap II.

Perbandingan Volatilitas Saham Setelah Penerapan PPK Tahap I dan PPK Tahap II

Berdasarkan hasil pengujian, implementasi PPK Tahap I maupun PPK Tahap II, menunjukkan adanya perbedaan volatilitas harga saham yang signifikan. Pada PPK Tahap I *Hybrid Call Auction* indikator volatilitas mengalami peningkatan nilai rata-rata dari -1013 menjadi -0,74. Perubahan ini mengindikasikan adanya fluktuasi harga saham setelah penerapan kebijakan, namun dalam tingkat yang relatif terbatas, sejalan dengan karakteristik mekanisme hibrida yang masih mengombinasikan *Call Auction* dengan perdagangan kontinu. Sementara itu, pada PPK Tahap II *Full Call Auction*, indikator volatilitas menunjukkan perubahan yang lebih besar dengan 1138 menjadi -549. Perubahan ini mencerminkan adanya dinamika pergerakan harga saham yang lebih kuat dibandingkan Tahap I, yang mengindikasikan bahwa mekanisme lelang penuh memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap pembentukan harga saham.

Perbedaan volatilitas yang lebih kuat pada PPK Tahap I dan II dapat dijelaskan oleh perbedaan mekanisme perdagangan yang diterapkan (Likitapiwat et al., 2025). Pada implementasi Papan Pemantauan Khusus Tahap II, seluruh transaksi dilaksanakan sepenuhnya melalui mekanisme *Call Auction* tanpa adanya sesi perdagangan kontinu di antara periode Lelang (Li et al., 2021). Dengan mekanisme *Full Call Auction*, harga saham terbentuk berdasarkan akumulasi permintaan dan penawaran, sehingga stabil dan mencerminkan keseimbangan pasar (Mandhavan, 2016). Hal ini sejalan dengan teori

relatif stabil pada sebagian besar emiten. Hal ini menandakan bahwa implementasi PPK Tahap II tidak memicu fluktuasi harga yang signifikan secara umum. Namun, ada beberapa saham yang memperlihatkan perubahan volatilitas cukup mencolok. Saham IPTV menunjukkan volatilitas tinggi sebelum implementasi PPK Tahap II sebesar 5.821,20, kemudian turun ke angka nol setelah kebijakan diberlakukan. Hal ini menandakan adanya penurunan pergerakan harga yang sebelumnya ekstrem setelah penerapan Papan Pemantauan Khusus Tahap I

Sementara itu, saham IRRX mengalami penurunan paling tajam dengan nilai volatilitas sekitar 21881,25779, yang menunjukkan adanya perubahan pola pergerakan harga setelah penerapan PPK Tahap II. Hasil pengamatan menunjukkan penurunan pergerakan harga yang sebelumnya ekstrem setelah penerapan PPK Tahap II, khususnya pada saham-saham dengan tingkat volatilitas tinggi sebelum kebijakan tersebut diberlakukan. Beberapa emiten lain seperti MGNA, ABBA, dan ASHA juga mengalami perubahan volatilitas meskipun dalam skala yang lebih moderat. Hal ini menunjukkan bahwa dampak implementasi PPK Tahap II tidak bersifat seragam, melainkan bergantung pada karakteristik masing-masing saham seperti tingkat likuiditas, frekuensi, transaksi, dan reaksi pelaku pasar terhadap sistem tersebut.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Inci & Ozenbas, (2017) terkait dengan penerapan *Closing Call Auction* terhadap volatilitas intraday pada Bursa Istanbul yang menunjukkan penurunan signifikan terhadap volatilitas menjelang penutupan pasar (Likitapiwat et al., 2025). Berdasarkan analisis data frekuensi tinggi selama periode 1998-2014, setelah *Call Auction* diimplementasikan, volatilitas menjelang penutupan pasar mengalami penurunan yang signifikan secara statistik. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu & Wibowo (2025) menemukan bahwa penerapan *Full Call Auction* pada PPK justru meningkatkan volatilitas harga saham yang memiliki harga rendah dan likuiditas tipis. Dari 40 saham yang diteliti sebelum dan sesudah penerapan kebijakan ditemukan bahwa sekitar 80% saham mengalami peningkatan volatilitas yang signifikan.

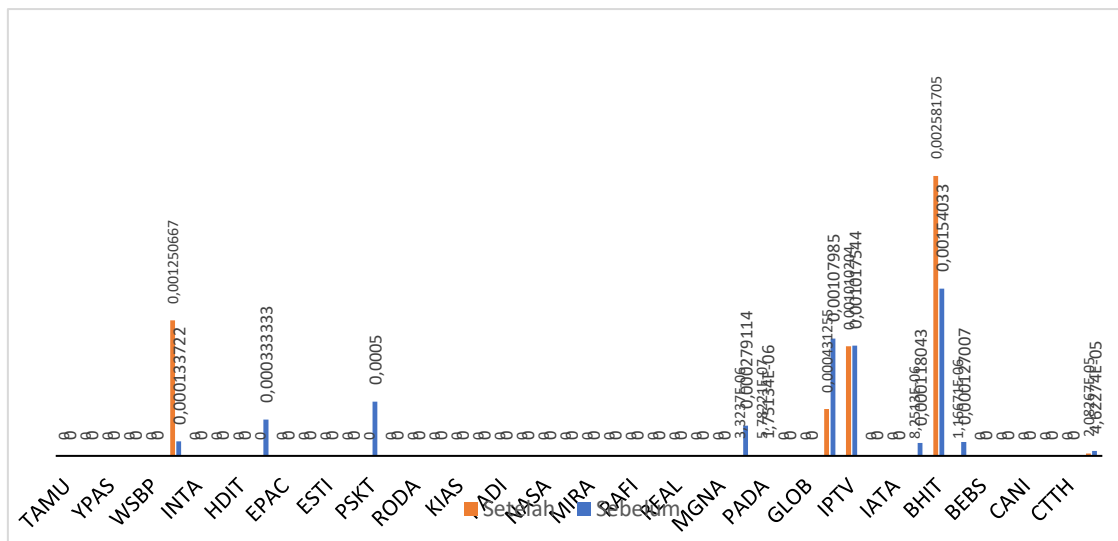
Perbandingan Likuiditas Saham Setelah Penerapan PPK Tahap I dan PPK Tahap II

Mekanisme PPK Tahap II mengakumulasi *order* beli dan jual dalam interval tertentu dan mengeksekusi transaksi pada satu harga keseimbangan (*equilibrium price*) (Park et al., 2022). Struktur eksekusi yang diskret ini dapat mengurangi *immediacy* dan mendorong pelaku pasar menunda atau memecah order besar akibat ketidakpastian hasil lelang, sehingga berpotensi menurunkan volume dan kedalaman pasar (*market depth*) (Gerace et al., 2015). Kondisi tersebut dapat meningkatkan sensitivitas harga terhadap perubahan order dan pada akhirnya menurunkan likuiditas, yang tercermin pada peningkatan nilai ILLIQ (Salek et al., 2024; Wah et al., 2015).

Temuan ini sejalan dengan *Market Microstructure Theory* yang menegaskan bahwa desain mekanisme perdagangan menentukan kualitas pasar, khususnya likuiditas (Orhun, 2020). PPK Tahap II mampu mengoptimalkan pembentukan harga dan mengurangi *trading frictions*, meskipun hal itu disertai dengan penurunan likuiditas dan kedalaman pasar dalam jangka pendek dibandingkan PPK Tahap I (Likitapiwat et al., 2025).

Berdasarkan grafik pada Gambar 3, nilai ILLIQ, baik sebelum dan sesudah penerapan kebijakan *Call Auction*, secara umum memberikan dampak yang bervariasi antar-saham. Artinya, ada perbedaan respon pelaku pasar terhadap kebijakan yang diterapkan. Beberapa saham seperti ENZO, PSKT, MORE, ICON, ASHA, dan DADA mengalami penurunan nilai ILLIQ setelah penerapan PPK Tahap I yang mengindikasikan pening-

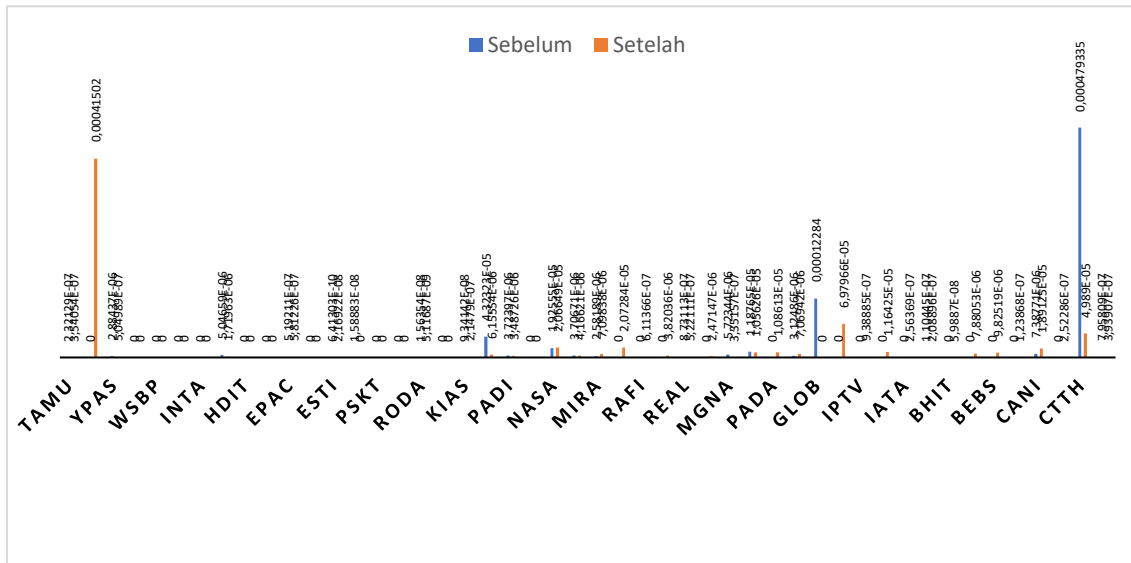
katan likuiditas pasar. Hal ini disebabkan karena mekanisme PPK Tahap I memungkinkan konsolidasi *order* beli dan jual dalam satu periode lelang, namun tetap mempertahankan perdagangan kontinyu di luar sesi lelang.



Gambar 3. Perbandingan Likuiditas Saham Pada PPK Tahap I

Namun, efek positif ini tidak terjadi secara merata di seluruh saham, karena terdapat beberapa saham yang justru mengalami kenaikan ILLIQ. Saham INCF, IPTV, ABBA dan BHIT menunjukkan kenaikan nilai ILLIQ yang berarti terjadi penurunan likuiditas. Kondisi ini disebabkan oleh rendahnya volume transaksi dan frekuensi perdagangan, yang membuat *order book* menjadi tipis sehingga setiap perubahan harga berdampak besar terhadap *return*. Adapun saham seperti PADA dan MORE mengalami perubahan yang relatif kecil. Hal ini terjadi karena aktivitas perdagangan yang stabil dengan volume rendah namun konsisten, sehingga mekanisme perdagangan Papan Pemantauan Khusus Tahap I tidak banyak memengaruhi pola transaksi. Selain itu, struktur partisipasi pasar yang terbatas namun tidak fluktuatif membuat pengaruh sistem *Hybrid Call Auction* bersifat netral, sehingga nilai likuiditas tetap stabil pasca penerapan kebijakan.

Berdasarkan grafik pada Gambar 4, nilai ILLIQ, baik sebelum dan sesudah penerapan PPK Tahap II menunjukkan adanya kenaikan nilai ILLIQ pada sebagian besar saham, yang menandakan penurunan tingkat likuiditas pasar setelah sistem lelang penuh diberlakukan. Beberapa saham seperti YELO, GLOB, dan CTTH memperlihatkan kenaikan nilai ILLIQ yang signifikan. Saham YELO menunjukkan peningkatan yang sangat tinggi dengan nilai 0,000441502, lonjakan ini mencerminkan melemahnya *market depth* dan penurunan aktivitas perdagangan akibat menurunnya partisipasi investor. Ketidakpastian harga *equilibrium* dalam sistem lelang penuh membuat investor cenderung menahan *order* besar, sehingga volume transaksi berkurang dan biaya likuiditas per unit *return* meningkat. Sementara itu, efek peningkatan ILLIQ dengan intensitas yang lebih moderat juga tampak pada saham PADA, MORE, dan IPTV. Kondisi ini menunjukkan bahwa dampak PPK Tahap II tidak seragam, tetapi bergantung pada karakteristik perdagangan masing-masing saham. Saham dengan volume rendah sejak awal cenderung lebih sensitif terhadap perubahan mekanisme lelang karena keterbatasan *order* di pasar.



Gambar 4. Perbandingan Likuiditas Saham Pada PPK Tahap II

Sebaliknya, saham ICON dan ASHA memperlihatkan perubahan yang relatif kecil, yang menandakan bahwa sebagian pelaku pasar telah beradaptasi terhadap sistem lelang penuh. Aktivitas perdagangan pada saham-saham ini relatif lebih stabil karena memiliki basis investor yang lebih aktif dan likuiditas yang terjaga sejak penerapan sistem *Call Auction* pada Papan Pemantauan Khusus Tahap II. Secara keseluruhan, peningkatan nilai ILLIQ yang terjadi pada sebagian besar saham mengindikasikan bahwa penerapan PPK Tahap II mampu menekan volatilitas dan aktivitas spekulatif, namun berdampak pada penurunan efisiensi likuiditas jangka pendek. Sistem lelang penuh membatasi fleksibilitas perdagangan dan memperkecil kedalaman pasar, sehingga hanya saham dengan struktur investor kuat dan partisipasi stabil yang mampu mempertahankan likuiditasnya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Pasaribu dan Wibowo (2025) yang menunjukkan bahwa penerapan *Full Periodic Call Auction* Tahap II di PPK menyebabkan penurunan likuiditas saham secara signifikan, yaitu lebih separuh sampel menunjukkan peningkatan tingkat *illiquidity* setelah kebijakan diberlakukan. Sebaliknya, hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dikemukakan oleh Gerace et al. (2015), yaitu peningkatan transparansi pada mekanisme *Call Auction* justru mampu meningkatkan likuiditas pasar saham. Perbedaan ini mengindikasikan bahwa desain sistem perdagangan dan tingkat transparansi pra-lelang menjadi faktor penting yang memengaruhi arah perubahan likuiditas di setiap pasar.

Temuan penelitian ini menunjukkan adanya *trade-off* antara stabilitas harga dan efisiensi likuiditas dalam penerapan mekanisme *Call Auction* pada Papan Pemantauan Khusus. Penerapan *Full Call Auction* terbukti lebih efektif dalam menekan volatilitas harga saham, namun di sisi lain berdampak pada penurunan likuiditas jangka pendek. Implikasi kebijakan dari temuan ini adalah perlunya pendekatan yang seimbang dalam perancangan mekanisme perdagangan saham, yaitu upaya pengendalian volatilitas perlu diimbangi dengan kebijakan pendukung untuk menjaga likuiditas pasar. Bagi regulator pasar modal, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam mengevaluasi dan menyempurnakan desain Papan Pemantauan Khusus agar mampu meningkatkan stabilitas harga sekaligus menjaga efisiensi dan kualitas pasar.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik pada tingkat volatilitas dan likuiditas saham setelah penerapan Papan Pemantauan Khusus (PPK) Tahap I *Hybrid Call Auction* dan PPK Tahap II *Full Call Auction*. Berdasarkan hasil pengujian, penerapan PPK Tahap I mampu menekan volatilitas dalam tingkat yang relatif terbatas dan diikuti oleh peningkatan likuiditas pasar. Namun, dari sisi likuiditas, saham pada PPK Tahap II menunjukkan tingkat ILLIQ yang relatif lebih tinggi dibandingkan PPK Tahap I, yang mengindikasikan adanya penurunan likuiditas pasar dalam jangka pendek.

Temuan ini menunjukkan adanya *trade-off* antara stabilitas harga dan efisiensi likuiditas dalam penerapan mekanisme perdagangan berbasis lelang penuh pada saham berisiko tinggi. Secara teoritis, temuan penelitian ini mendukung *Market Microstructure Theory* yang menegaskan bahwa desain mekanisme perdagangan berperan penting dalam menentukan kualitas pasar. Temuan ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan akademik dalam pengembangan dan evaluasi kebijakan perdagangan saham di pasar modal Indonesia. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode pengamatan serta mempertimbangkan faktor eksternal, seperti kondisi makroekonomi dan kebijakan pasar modal lainnya guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai dampak jangka panjang penerapan Papan Pemantauan Khusus.

UCAPAN TERIMA KASIH

Ucapan terima kasih disampaikan kepada Bursa Efek Indonesia, khususnya Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia Universitas Muhammadiyah Makassar, serta kepada orang tua dan teman-teman atas dukungan yang diberikan dalam pelaksanaan penelitian ini.

REFERENSI

- Aitken, M. J., Comerton-Forde, C., & Frino, A. (2005). Closing Call Auctions and Liquidity. *SSRN Electronic Journal*, 612, 1–25.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.391564>
- Amihud, Y., Mendelson, H., & Pederson, L. H. (2002). Illiquidity and Stock Returns Cross-Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5. In: *Market Liquidity: Asset Pricing, Risk, and Crises*. Cambridge University Press, 2012, 110-136 <https://doi.org/10.1017/cbo9780511844393.010>
- Amihud, Y., & Levi, S. (2023). The Effect of Stock Liquidity on the Firm's Investment and Production. *Review of Financial Studies*, 36(3), 1094–1147.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhac036>
- Dinh, N. B., & Tran, V. N. H. (2024). Institutional Ownership and Stock Liquidity: Evidence From an Emerging Market. *SAGE Open*, 14(1), 1–11.
<https://doi.org/10.1177/21582440241239116>
- Rasendriya, B. R. (2024). Legal Implications of Full Call Auction Stock Trading Mechanisms for Retail Investors in Indonesia. *Syah Kuala Law Journal*, 8(3). 634-644.
- BEI. (2023). Tingkatkan Perlindungan Investor, BEI Implementasikan Papan Pemantauan Khusus. *Detail Siaran Pers*, 12 Juni.
https://www.idx.co.id/id/berita/siaran-pers/1934?utm_source.com

- Budish, E., Cramton, P., & Shim, J. (2015). The High-Frequency Trading Arms Race: Frequent Batch Auctions As A Market Design Response. *The Quarterly Journal of Economics*, 130(4), 1547–1621. <https://doi.org/10.1093/qje/qjv027>
- Buzmakov, A., Dudyrev, E., & Kuznetsov, S. O. (2023). *Data complexity: An FCA-based approach*. *International Journal of Approximate Reasoning*, 165, 109084. <https://doi.org/10.1016/j.ijar.2023.109084>
- Cao, Z., Lv, D., & Sun, Z. (2021). Stock price manipulation, short-sale constraints, and breadth-return relationship. *Pacific Basin Finance Journal*, 67(995), 101556. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101556>
- Castro, C., Agudelo, D. A., & Preciado, S. (2020). Measuring the effectiveness of volatility auctions. *International Review of Economics and Finance*, 70, 566–581. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.06.024>
- Chau, C., Aspris, A., Foley, S., & Malloch, H. (2021). Quote-Based manipulation of illiquid securities. *Finance Research Letters*, 39(April), 101556. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101556>
- Félez-Viñas, E., & Hagströmer, B. (2021). Do volatility extensions improve the quality of closing call auctions? *Financial Review*, 56(3), 385–406. <https://doi.org/10.1111/fire.12275>
- Georgosouli, A. (2013). The FCA-PRA coordination scheme and the challenge of policy coherence. *Capital Markets Law Journal*, 8(1), 62–76. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kms044>
- Gerace, D., Liu, Q., Tian, G. G., & Zheng, W. (2015). Call Auction Transparency and Market Liquidity: Evidence. *International Review of Finance*, 15(2), 223–255. <https://doi.org/10.1111/irfi.12047>
- Guillen, D., Gomez, D., Hernandez, I., Charris, D., Gonzalez, J., Leon, D., & Sanjuan, M. (2020). Integrated methodology for industrial facilities management and design based on FCA and lean manufacturing principles. *Facilities*, 38(7–8), 523–538. <https://doi.org/10.1108/F-03-2019-0040>
- Haanurat, A. I., Jaya, A., & Hariyanto, M. (2026). Effectiveness of Using Candlestick Charts in Stock Investment: Evidence from Indonesia in the New Normal Era. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 15(1), 754–766.
- Hadlock, C., Wu, G., The, S., July, N., Honda, T., Kaul, G., & Mei, J. (2018). Stock Market Manipulations. *Journal of Business*, 79(4), 1915–1953.
- Harimbawa, I. N. T. R., & Sulindawati, N. L. G. E. (2022). Pengaruh Volume Perdagangan Saham, Order Imbalance, Frekuensi Perdagangan, dan Volatilitas Laba terhadap Volatilitas Harga Saham. *Vokasi: Jurnal Riset Akuntansi*, 11(01), 82–92. <https://doi.org/10.23887/vjra.v11i01.49750>
- Inci, A. C., & Ozenbas, D. (2017). Intraday volatility and the implementation of a closing call auction at Borsa Istanbul. *Emerging Markets Review*, 33, 79–89. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.09.002>
- Klass, M. J., & Mark, B. G. (1980). On the Estimation of Security Price Volatility from Historical Data. *The Journal of Business*, 53, 67–78.
- Kosasih, A., & Astawa, I. K. (2025). Manipulasi Keuangan Emiten dalam Pasar Modal: Analisis Yuridis terhadap Regulasi dan Stabilitas Investasi. *Jurnal Penelitian Inovatif*, 5(1), 747–754. <https://doi.org/10.54082/jupin.1031>
- Kuo, W., & Li, Y. C. (2011). Trading Mechanisms and Market Quality: Call Markets

- versus Continuous Auction Markets. *International Review of Finance*, 11(4), 417–444. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01138.x>
- Le, H., & Gregoriou, A. (2020). How Do You Capture Liquidity? A Review of the Literature on Low-Frequency Stock Liquidity. *Journal of Economic Surveys*, 34(5), 1170–1186. <https://doi.org/10.1111/joes.12385>
- Li, J., Luo, S., & Zhou, G. (2021). Call auction, continuous trading and closing price formation. *Quantitative Finance*, 21(6), 1037–1065. <https://doi.org/10.1080/14697688.2020.1849782>
- Likitapiwat, T., Huang, C. C., Treepongkaruna, S., & Jiang, C. X. (2025). To break or not to break: Price discovery in morning and afternoon call auctions. *Pacific-Basin Finance Journal*, 93, 102867. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102867>
- Orhun, E. (2020). A closing call's impact on market quality: Evidence from Abu Dhabi stock exchange. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 82–95. <https://doi.org/10.1108/PAR-08-2019-0107>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2022). Siaran Pers Optimisme Pasar Modal Indonesia Melanjutkan Pemulihan Ekonomi Penutupan Perdagangan Bursa Efek Indonesia 2022. *Otoritas Jasa Keuangan*, 3 September. <https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/siaran-pers/Pages/Optimisme-Pasar-Modal-Indonesia-Melanjutkan-Pemulihan-Ekonomi.aspx>
- 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, 100700. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2021.100700>
- Pasaribu, M. C., & Wibowo, B. (2025). Impact of Full Periodic Call Auction on Stock Volatility and Liquidity in Watchlist Board of Indonesia Stock Exchange. *Eduvest-Journal of Universal Studies*, 5(8), 9849–9857.
- Perdana, A. A., Gemilang, F. A., & Ridho, F. M. (2024). Uji Beda Kebijakan PT BEI tentang Full Call Auction (FCA) pada Saham BREN. *ISORA: Jurnal Ilmu Sosial dan Humaniora*, 2(2), 101–111.
- Pham, M. C., Anderson, H. M., Duong, H. N., & Lajbcygier, P. (2020). The effects of trade size and market depth on immediate price impact in a limit order book market. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 120, 103992. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2020.103992>
- Salek, M., Challet, D., & Muni Toke, I. (2024). Equity auction dynamics: Latent liquidity models with activity acceleration. *Quantitative Finance*, 24(10), 1381–1398. <https://doi.org/10.1080/14697688.2024.2367680>
- Twu, M., & Wang, J. (2017). Call Auction Frequency and Market Quality: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. *Journal of Asian Economics*, 57, 5–24. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2018.06.004>
- Wah, E., Hurd, D., & Wellman, M. (2015). Strategic Market Choice: Frequent Call Markets vs. Continuous Double Auctions for Fast and Slow Traders. *Proceedings of the Third Conference on Auctions, Market Mechanisms, and Their Applications*. University of Michigan, USA. <https://doi.org/10.4108/eai.8-8-2015.2260356>
- Widiarma, I. (2025). Pengaruh Kebijakan Papan Pemantauan Khusus (Full Call Auction) dengan Transaksi Harga Saham di bawah Lima Puluh Rupiah terhadap IHSG. *Tangible Journal*, 10(1). <https://doi.org/10.53654/tangible.v10i1.601>