

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Sekuritas Derivatif

Sekuritas derivatif merupakan salah satu instrumen keuangan yang ada di pasar modal Indonesia. Istilahnya saat ini memang sudah sering di dengar, namun masih banyak perbedaan pandangan tentang definisi mengenai sekuritas derivatif. Beberapa ahli seperti Hanafi (2004) mendefinisikan sekuritas derivatif sebagai instrumen keuangan yang nilainya tergantung dari nilai aset yang menjadi dasarnya. Tjiptono Darmadji (2001) menyatakan sekuritas derivatif merupakan turunan atau perluasan dari efek utama, baik yang bersifat penyertaan ataupun utang. Muhammad (2004) dalam Sayyid (2014) melengkapi pernyataan tersebut bahwa sebagai turunan dari instrumen utama derivatif, berfungsi sebagai suatu strategi dan solusi inovatif untuk sistem manajemen risiko. Menurut UU Pasar Modal No 8 Tahun 1995, sekuritas derivatif merupakan jenis efek yang ditawarkan emiten kepada publik, sebagai efek lanjutan dari efek yang telah dipasarkan terlebih dahulu.

Investasi pada sekuritas utama, misal saham, mendapat hak kepemilikan atas perusahaan dan memperoleh pendapatan berupa dividen karena adanya penyertaan modal dan hutang di dalamnya. Berbeda dengan hal tersebut, sekuritas derivatif merupakan kontrak yang memberikan hak bagi pemegangnya untuk menjual dan membeli efek utama di masa

mendatang. Artinya, investor dalam sekuritas derivatif akan mendapatkan pendapatan atau keuntungan apabila membeli sekuritas tersebut dan kemudian mendapatkan hak khusus untuk membeli efek utama dengan harga lebih murah di kemudian hari.

Terdapat beberapa jenis sekuritas derivatif yang di perdagangkan di pasar modal Indonesia, yang terbagi menjadi enam macam, yaitu:

1) *Right*

Right merupakan salah satu produk turunan dari saham. Sunariah (2010) menyatakan bahwa adanya *right* merupakan upaya emiten atau pihak perusahaan penerbit saham untuk menambah jumlah saham beredar, gunanya untuk menambah modal bagi perusahaan. *Right* merupakan hak yang diberikan kepada pemilik saham biasa untuk membeli saham baru yang diterbitkan emiten. Hak disini sering disebut dengan *preemptive right*.

2) *Warrant*

Warrant merupakan instrumen turunan dari saham atau obligasi. Salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham perusahaan dengan harga tertentu selama periode tertentu pula. Periode *warrant* biasanya adalah enam bulan atau lebih. Harga *warrant* biasanya tidak akan lebih besar daripada harga efek utamanya karena harganya tergantung pada harga efek utamanya. Investasi ini dijual bersamaan

dengan surat berharga lainnya, namun setelah memasuki pasar maka *warrant* akan diperdagangkan secara tersendiri.

3) *Option*

Menurut Arthur (1999) dalam Sayyid (2014), *option* merupakan suatu efek yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli atau menjual sejumlah aset tertentu dengan harga yang telah ditetapkan pada waktu mendatang. Setiap penerbitan *option* memiliki dua pihak yang terkait, yaitu *writer* (penulis) dan *holder* (pemegang *option*). Dilihat dari jenisnya terdapat dua macam *option*, yaitu *call option* dan *put option*. *Call option* merupakan *option* beli. Artinya, memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli aset pada harga tertentu (harga penyerahan/ *exercise price/ strike price*). Sebaliknya, *put option* atau *option* jual, memberikan hak kepada pemegang *option* untuk menjual saham aset tertentu sesuai harga yang telah ditetapkan.

4) *Swap*

Swap merupakan kontrak penukaran mata uang pada saat sekarang dan waktu yang akan datang antara nasabah dengan bank devisa. Salah satu keuntungan dari *swap* adalah dapat mengurangi risiko tingkat kurs mata uang asing dalam waktu tertentu. *Currency swap* dipakai sebagai suatu upaya untuk restrukturisasi aset berupa mata uang asing, guna mengurangi kemungkinan terjadinya kerugian di masa mendatang. Terdapat dua variasi instrumen *swap*, yaitu: (1) *Swap* pertukaran aliran

kas dengan penentuan waktu, (2) *swap* pertukaran aliran kas dengan penentuan mata uang berbeda.

5) *Forward*

Forward adalah kontrak jual beli aset tertentu dengan harga yang telah ditetapkan dan transaksi dilakukan pada waktu mendatang yang disepakati (Muhammad, 2004). Secara umum, *forward* dibagi menjadi dua, yaitu: (1) *forward purchased*, adalah kontrak pembelian valuta asing dimuka yang terjadi antara nasabah dengan bank devisa; dan (2) *forward rate agreement* adalah kontrak untuk menentukan besaran tingkat bunga simpanan. *Forward* memang hampir mirip dengan *futures*. Menurut Sayyid (2014) perbedaan kontrak *forward* lebih sering diterbitkan di pasar *over the counter*, sedangkan *futures* diperdagangkan di bursa. *Forward* tak memakai sistem *marking to market*, sedangkan *futures* menggunakannya.

6) *Futures*

Futures merupakan kontrak berjangka untuk membeli atau menjual suatu aset dengan penyerahan dilakukan di masa mendatang dengan harga yang telah disepakati (Bodie dkk, 2006 dalam Sayyid, 2014). Instrumen ini biasa digunakan untuk mengunci harga komoditas atau meminimalisir fluktuasi harga barang. Sebelumnya kontrak *futures* hanya memperdagangkan aset atau komoditi –seperti pertanian dan pertambangan saja, namun saat ini sudah mencakup aset finansial seperti valuta asing serta indeks saham.

2.1.2 *Futures Market*

Rialisty (2003) dalam Talenta (2013) mengatakan bahwa awal terbentuknya *futures market* untuk mempertemukan kebutuhan antara petani dengan pedagang. Ketidakpastian mengenai harga panen menjadi alasan utama adanya pasar *futures*. Ketidakpastian mengenai harga panen terjadi seperti hukum *supply and demand*, ketika terjadi kelangkaan hasil panen (*supply* berkurang padahal permintaan *-demand* banyak), maka akan mengakibatkan harga panen menjadi mahal (harga naik), begitupun sebaliknya. Kondisi ketidakpastian ini merupakan risiko yang harus dihadapi oleh petani, pedagang, dan pembeli hasil panen.

Risiko ketidakpastian harga tersebut dapat diatasi dengan menegosiasikan harga sebelum datangnya hari panen. Petani dan pedagang membuat suatu kontrak berjangka yang akan disepakati bersama. Kontrak yang dibuat pada hari itu akan dilaksanakan di waktu kemudian dan juga pembayarannya ditentukan sesuai dari perjanjian kontrak *futures* tersebut.

Menurut Hull (2008) pasar *futures* tidak hanya dilakukan secara fisik, tetapi juga melalui mekanisme elektronik. Melalui mekanisme tersebut memungkinkan *traders* untuk masuk ke area perdagangan yang lebih luas dan bertemu lebih banyak pembeli maupun penjual.

Seiring perkembangan zaman, pasar *futures* makin berkembang. Saat ini tidak hanya komoditas pertanian saja yang diperdagangkan, tetapi juga *forex* (*foreign exchange*) dan indeks saham.

2.1.3 LQ45 Futures

Kontrak *futures* indeks atau kontrak berjangka atas indeks efek adalah kontrak atau perjanjian antara dua pihak yang mengharuskan menjual atau membeli produk yang menjadi variabel pokok di masa yang akan datang dengan harga yang telah ditetapkan sebelumnya (Suwarno, 2003). Objek yang dipertukarkan dalam perdagangan ini disebut dengan *underlying asset* (aktiva yang mendasari), berupa saham.

Kontrak berjangka ibarat seperti “bertaruh” pada sebuah nilai dari indeks atau komoditas di waktu yang akan datang. *Futures* biasa digunakan oleh manajer investasi dan institusi besar untuk melindungi posisi ketika pasar menjadi tidak pasti. *Futures index* adalah kontrak berjangka pada indeks saham atau dalam kata lain aset penyertaan/*underlying assets*-nya merupakan indeks saham.

Surabaya Stock Exchange meluncurkan kontrak *futures* berbasis indeks LQ45 pada 13 Agustus 2001. Indeks LQ45 mencerminkan 45 saham paling likuid diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta –sebelum adanya Bursa Efek Indonesia. Perdagangan ekuitas indeks LQ45 akan berpengaruh terhadap perdagangan LQ45 *Futures*, sebab yang diperdagangkan dalam LQ45 *Futures* adalah ekuitas dari indeks LQ45 sebagai aset penyertaannya. Salah satu alasan adanya LQ45 *Futures* pada saat itu adalah untuk memberikan fasilitas lindung nilai (*hedging*) bagi investasi saham khususnya pada 45 saham paling likuid di BEJ (Bursa Efek Jakarta).

Saat baru saja diluncurkan, telah ada 18 anggota bursa yang terdaftar menjadi anggota dan memiliki fasilitas perdagangan dari kontrak *futures* indeks ini. Hingga akhir Desember 2001 (93 hari perdagangan), rata-rata *trading frequency* harian telah mencapai 281 dan rata-rata *trading volume* harian adalah 689 kontrak dengan nilai Rp 5,65 miliar (Herawati, 2003).

Pemegang kontrak pada saat pembukaan kontak *futures* indeks diharuskan menyetor margin awal sebesar Rp 1.000.000,00 per kontrak. Kontrak *futures* indeks tidak selalu menunggu sampai habis tanggal kadaluwarsa. Pemegang kontrak yang berkeinginan untuk menyelesaikan kontrak sebelum tanggal kadaluwarsa dapat melakukan *reverse transaction*. Harga *futures* bisa naik atau turun setiap harinya. Apabila pemegang kontrak tidak ingin menunggu sampai tanggal jatuh tempo untuk merealisasikan keuntungan atau kerugian, maka lembaga kliring –*Indonesian Clearing And Guarantee Corporation (ICGC)* akan meminta posisi mengakui laba secara harian. Penyelesaian harian ini disebut juga penyesuaian terhadap pasar (*marking to market*). Hal ini memiliki arti bahwa tanggal jatuh tempo kontrak tidak mempengaruhi realisasi laba rugi. *Marking to market* memastikan bahwa saat harga berubah, hasilnya akan segera diakui di rekening pedagang.

Seperti yang telah diketahui bahwa LQ45 *Futures* sebenarnya telah dihentikan perdagangannya sejak tahun 2009, atau hanya berjalan selama 9 tahun –sejak kemunculan perdananya di tahun 2001, penghentian ini dikarenakan berbagai alasan. Salah satu alasan penghentian produk pasar derivatif tersebut pada tahun 2009 karena ambruknya perekonomian di

Amerika Serikat atas derivatif sektor perumahan pada tahun sebelumnya (*subprime mortgage*), kemudian berimbas pada kondisi pasar dunia, termasuk Indonesia (bisnis.liputan6.com, 2016). Alasan lain penyebab LQ45 *Futures* “disuntik mati” –pada saat itu, karena perdagangannya kurang dinamis serta *size* bursa saham Indonesia terutama untuk LQ45 masih relatif kecil dan *market*-nya juga belum terlalu siap (ellen-may.com, 2016). Kini 7 tahun *pasca* penghentian perdagangan kontrak *futures* indeks dengan *underlying* indeks LQ45 atau LQ45 *Futures* tersebut kembali diaktifkan pada 1 Februari 2016 silam, dengan penyempurnaan dari sisi bisnis, teknis, serta peraturan agar sesuai standar internasional.

Produk investasi dengan aset penyertaan berupa indeks LQ45 tidak hanya LQ45 *Futures*. Terdapat satu produk serupa, yakni ETF (*Exchange Traded Fund*). ETF atau *Exchange Traded Fund* merupakan sebuah produk investasi yang menggabungkan dua karakteristik produk, yaitu reksadana terbuka (*open ended fund*) dan saham (Portal Reksadana, 2014). ETF dapat diartikan secara sederhana sebagai reksadana yang diperdagangkan di bursa (icamel.id, 2014). ETF sebagai kontrak investasi kolektif, unit penyertaan dicatatkan dan diperdagangkan di Bursa seperti saham. Salah satu jenis ETF yang dikembangkan di pasar modal Indonesia adalah reksadana indeks, yakni indeks yang dijadikan *underlying* adalah Indeks LQ45.

Sekilas LQ45 *Futures* dan ETF hampir menyerupai, namun kedua instrumen investasi ini jelas berbeda meski sama-sama menjadikan indeks LQ45 sebagai *underlying asset*-nya. LQ45 *Futures* merupakan sebuah

kontrak yang berisi kewajiban, yakni kewajiban untuk membeli atau menjual aset –yang berupa Indeks LQ45, di masa mendatang dengan harga yang telah ditentukan saat ini. Berbeda dengan LQ45 *Futures*, ETF merupakan salah satu bentuk reksadana atau portofolio efek yang dikelola oleh manager investasi, ETF dari sisi harga tidak ditentukan, namun harga ETF yang terjadi sesuai permintaan pasar.

2.1.4 *Futures dan Hedging*

Bicara mengenai perdagangan berjangka, hal tersebut tidak jauh dari istilah *hedging*. *Hedging* merupakan salah satu fungsi perdagangan berjangka, yaitu menyangkut *transfer of risk*. Strategi *hedging* digunakan untuk mengurangi risiko kerugian yang diakibatkan oleh naik turunnya harga. Menurut Sunaryo (2009) prinsip *hedging* adalah menutupi kerugian posisi aset awal dengan keuntungan dari posisi instrumen *hedging*.

Individu atau perusahaan yang melakukan *hedging* pada perdagangan berjangka disebut *hedger*. *Hedger* mempunyai usaha pokok pada pasar fisik (*cash market*). Aktivitas *hedger* pada perdagangan berjangka (*futures market*) untuk memperkecil risiko dari fluktuasi harga yang tidak menguntungkan. Kebijakan *hedging* yang ada di perusahaan biasanya dimotivasi oleh keinginan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Fitriasari, 2011). Aktivitas ini banyak dilakukan oleh perusahaan multinasional yang *notabene* sangat rentan terhadap fluktuasi valuta asing.

Kaitan antara *hedging* dan derivatif memang erat, sebab derivatif menjadi salah satu teknik *hedging* yang banyak dan sering digunakan.

Terdapat banyak jenis derivatif yang bisa digunakan untuk melindungi aset individu/perusahaan di masa mendatang. Penggunaan derivatif berbeda tergantung pada aset pernyertaannya. Salah satu yang sering digunakan diantaranya adalah kontrak *futures* dan *forward*.

Telah dijelaskan di awal bahwa pengertian dari kontrak *futures* adalah pertukaran janji dagang untuk membeli atau menjual suatu aset di masa depan pada harga yang sudah ditentukan lebih dahulu. Pihak yang setuju untuk mengirim sesuatu dinamakan pihak penjual kontrak atau *go short*, sedangkan pihak lain yang menerima dinamakan pihak pembeli kontrak atau *go long*. Individu yang terlibat dalam kontrak *futures* berkewajiban melakukan pengiriman dan penerimaan aktiva finansial. Salah satu bentuk penerapan *hedging* menggunakan kontrak *futures* adalah penukaran sejumlah valuta asing (*forex*) atau pembelian komoditas dalam volume tertentu dan pada tanggal penyelesaian tertentu yang sudah ditetapkan.

Terdapat pula kontrak *forward*, merupakan kontrak *futures* yang disesuaikan dengan kebutuhan (Madura, 2009). Pengertian kontrak *forward* adalah persetujuan untuk membeli atau menjual suatu aset di masa depan pada harga yang disepakati. Banyak orang –yang tidak mendalami derivatif, sering salah menganggap bahwa kontrak *futures* dan *forward* adalah sama, namun nyatanya berbeda. Terdapat beberapa perbedaan pokok antara kontrak *futures* dan *forward*, yaitu:

Tabel 2.1
Perbedaan Kontrak *Futures* dan Kontrak *Forward*

| Kontrak <i>futures</i> | Kontrak <i>forward</i> |
|--|--|
| Diperdagangkan di bursa yang telah terorganisasi. | Diperdagangkan langsung antar dua pihak atau menggunakan jasa pihak bank. |
| Memerlukan transfer tunai pada awal transaksi (margin awal) sebagai jaminan. | Tidak memerlukan margin awal, transfer tunai dilakukan pada saat jatuh tempo. |
| Nilai kontrak terstandarisasi. | Nilai kontrak tidak terstandarisasi; ditentukan atau bebas sesuai dengan kebutuhan pelaku. |
| Tanggal pengiriman kontrak telah ditentukan pada tanggal-tanggal tertentu dalam setahun. | Tanggal pengiriman kontrak tergantung pada kesepakatan antara pemodal dengan bank/pihak lain. |
| Ada jaminan dari lembaga kliring. | Tidak ada jaminan. |
| <i>Settlement</i> dapat dilakukan setiap akhir hari perdagangan. | Penyelesaian (<i>settlement</i>) dilakukan sesuai tanggal yang telah disepakati dalam kontrak. |

Sumber: Siahaan, 2008

2.1.5 Volatilitas

Volatilitas merupakan pengukuran statistik atas fluktuasi harga selama periode tertentu (Laporan Studi Volatilitas Pasar Modal Indonesia dan Perekonomian Dunia, 2001). Volatilitas sering dipersepsikan sebagai risiko dan dijelaskan oleh simpangan baku atau *standard deviation*. Penting bagi investor untuk dapat memahami volatilitas dalam aktivitas *trading* di bursa saham. Dengan mengenali volatilitas, maka investor dapat menilai sebaiknya instrumen apa yang harus dibeli dan disesuaikan dengan tujuan dari setiap investor. Banyak teori mengatakan bahwa semakin tinggi tingkat volatilitas,

maka semakin tinggi pula tingkat ketidakpastian dari imbal hasil (*return*) saham yang dapat diperoleh.

Baik saham atau instrumen perdagangan yang ber-volatilitas tinggi ataupun rendah keduanya sama-sama dapat menguntungkan, asalkan dengan perlakuan/strategi yang berbeda. Saham-saham yang ber-volatilitas tinggi biasanya cocok untuk investor jangka pendek, cenderung agresif, dan mengejar keuntungan dengan cepat. Volatilitas tinggi sebenarnya disenangi para investor karena dengan begitu saham bisa memberikan keuntungan yang tinggi pula, namun bila investor tidak berhati-hati hal sebaliknya akan terjadi. Saham dengan volatilitas tinggi memiliki jarak fluktuasi harga yang lebar dan mudah naik turun.

Volatilitas pasar terjadi akibat masuknya informasi baru ke dalam pasar atau bursa. Terjadinya hal ini menyebabkan pelaku pasar melakukan penilaian kembali terhadap aset yang diperdagangkan. Pada kasus pasar efisien, tingkat harga akan melakukan penyesuaian dengan cepat sehingga harga yang terbentuk mencerminkan informasi tersebut. Proses perubahan harga inilah yang dinamakan volatilitas. Menurut Bekaert dan Harvey (1997) dan Wang (2007), pada umumnya volatilitas pasar saham pada negara berkembang lebih tinggi daripada di pasar negara maju.

2.1.6 *Efficient Market Hypotesis (EMH)*

Konsep terkait *Efficient Market Hypotesis* (hipotesis pasar efisien) pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama pada tahun 1970. Teori ini menyatakan bahwa suatu pasar –pasar modal dikatakan efisien

apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada (Gumanti dan Utami, 2002). Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada. Dalam kata lain, harga-harga aset atau sekuritas dalam pasar efisien secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut.

Teori pasar efisien yang digagas oleh Bachelier (1964), Fama (1970), dan Jensen (1978) dalam Taslim (2015), terbagi menjadi tiga bentuk, yaitu:

a) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak-form efficiency*)

Hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah menyatakan bahwa harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi historis yang ada. Apabila efisiensi dalam bentuk ini memang benar, maka tidak ada manfaatnya mempelajari harga dan perubahan harga historis dari suatu sekuritas, maka analisis teknikal pun menjadi tak berguna (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Pasar dalam bentuk ini hanya mencerminkan keseluruhan data historis, namun tidak dengan informasi publik ataupun privat, sehingga investor dapat mengambil keuntungan yang lebih tinggi dengan memanfaatkan informasi publik ataupun privat yang dimilikinya.

b) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong-form efficient*)

Hipotesis ini menyatakan bahwa harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi publik yang ada, termasuk

didalamnya informasi historis. Pada dasarnya hipotesis ini mengatakan bahwa saat informasi perusahaan tersedia di publik, maka informasi tersebut akan cepat diserap oleh pasar dan langsung tercermin dalam harga sekuritas tersebut. Penyesuaian harga memang tidak terjadi secara langsung, namun dalam waktu singkat, informasi tersebut akan diserap pasar. Jadi, apabila suatu pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat, maka investor tidak akan mampu untuk memperoleh keuntungan tak normal (*abnormal return*) secara konsisten dengan hanya mengandalkan analisis fundamental (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Kondisi pasar setengah kuat berarti bahwa investor yang memiliki informasi privat-lah yang dapat membukukan imbal hasil abnormal (*abnormal return*) sebelum informasi tersebut dipublikasikan dipasar.

c) Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong-form efficiency*)

Hipotesis ini menyatakan bahwa harga sekuritas sudah mencerminkan seluruh informasi yang ada, termasuk di dalamnya informasi historis, informasi publik, dan *inside information* (informasi privat). Dalam pasar bentuk ini, tidak ada kemungkinan bagi investor untuk memperoleh imbal hasil yang jauh melebihi tingkat risikonya (*abnormal return*).

2.2 Studi Terkait

Kemunculan atau keberadaan kontrak *futures* indeks di berbagai negara telah menimbulkan banyak kontroversi. Banyak penelitian telah dilakukan untuk

menguji pengaruh keberadaannya terhadap pasar saham terutama *underlying spot market*-nya. Hasil yang ditunjukkan dari penelitian tersebut juga beragam. Setidaknya hasil penelitian mengenai kemunculan dan keberadaan kontrak *futures* indeks dapat dibagi kedalam tiga kategori. Kategori pertama, beberapa penelitian menyatakan bahwa volatilitas *spot market* menurun setelah keberadaan kontrak *futures* indeks. Bessembinder dan Seguin (1992) dalam Saravanan dan Deo (2010) menemukan bahwa keberadaan kontrak *futures* indeks di S&P 500 menimbulkan penurunan volatilitas pasar *spot* tersebut. Bologna dan Cavallo (2002) serta Chang *et al.* (1999) menemukan fakta serupa bahwa *spot market* cenderung menjadi lebih stabil setelah kemunculan kontrak *futures* indeks. Kemudian dalam penelitian Saravanan dan Deo (2010) juga menunjukkan bahwa kehadiran pasar derivatif di S&P CNX Nifty India telah menurunkan volatilitas. Hasil yang sama juga ditemukan dalam penelitian Matanovic dan Wagner (2012) dengan objek DAX *futures* di Jerman.

Beberapa peneliti meyakini bahwa keberadaan kontrak *futures* indeks menyebabkan pasar *spot* menjadi lebih *volatile*. Rubinstein (1987) dalam Xie dan Huang (2014) berpendapat bahwa banyak spekulator yang menggunakan indeks *futures* dalam arbitrase antara pasar *spot* dan *futures*. Peluang arbitrase ini dimungkinkan terjadi karena spekulasi melakukan perdagangan taktis dengan mengurangi informasi yang terkandung dalam harga saham dan pada akhirnya meningkatkan volatilitas pasar *spot*. Antoniou dan Holmes (1995) juga menemukan bahwa volatilitas *spot price* dari indeks British FTSE 100 mengalami peningkatan signifikan pada periode *post-futures* karena peningkatan laju aliran informasi.

Finglewski (1981) dan Stein (1987) dalam Saravanan dan Deo (2010) serta banyak penelitian lainnya mengemukakan, bahwa meningkatnya volatilitas pasar saham disebabkan tingginya tingkat *leverage* pasar *futures* sehingga menarik para *uninformed traders*. Kebanyakan dari *uninformed traders* mengejar kebutuhan atas likuiditas sehingga lebih sering disebut dengan *liquidity trader*.

Peneliti lainnya, berpendapat bahwa adanya kontrak *futures* indeks tidak meningkatkan ataupun menurunkan volatilitas harga *spot* –tidak berpengaruh. Xie dan Huang (2014) menemukan bahwa kemunculan indeks CSI 300 tidak berpengaruh signifikan terhadap volatilitas *spot price*. Antoniou *et al.* (1998) meneliti dampak dari kemunculan kontrak *futures* indeks di enam negara, yakni Jerman, Jepang, Spanyol, Swiss, Inggris, dan Amerika Serikat. Penelitian tersebut menemukan bahwa *futures effect* terbukti signifikan hanya di Jerman dan Swiss, sedangkan di empat negara lainnya tidak berpengaruh.

Tabel 2.2
Ringkasan Penelitian

| No | Nama Peneliti dan Tahun Penelitian | Judul Penelitian | Variabel | Hasil |
|----|------------------------------------|--|--|--|
| 1. | Bae, Kwon, dan Park (2004) | <i>Futures Trading, Spot, Market Volatility, and Market Efficiency: The Case of The Korean Index Futures Markets</i> | <i>Return</i> harian dari KOSPI 200 yang bertindak sebagai aset acuan; dan <i>return</i> harian dari non-KOSPI 200 | Terdapat peningkatan volatilitas dan efisiensi pasar dari aset acuan setelah kemunculan indeks <i>futures</i> KOSPI 200 |
| 2. | Wang dan Lu (2005) | <i>Impact of the Introduction of Futures Trading on The Volatility in Taiwan Stock Market</i> | <i>Return</i> harian dari 3 indeks, yaitu FITX, FITF, dan FITE yang merupakan aset acuan dari masing-masing kontrak <i>futures</i> | Terdapat peningkatan volatilitas yang berhubungan dengan kemunculan kontrak indeks <i>futures</i> . Efisiensi pasar juga turut terpengaruh. |
| 3. | Debasish (2009) | <i>Effect of Futures Trading on Spot-Price Volatility: Evidence for NSE Nifty Using GARCH</i> | <i>Return</i> harian dari NSE Nifty Index | Melalui analisis GARCH diketahui tidak ada perubahan berarti setelah kemunculan kontrak <i>futures</i> di pasar <i>spot</i> . Kemudian volatilitas <i>return</i> yang terjadi di pasar <i>spot</i> tidak bisa disimpulkan bahwa hal tersebut akibat adanya kemunculan kontrak <i>futures</i> |

Tabel 2.2 Lanjutan

| No | Nama Peneliti dan Tahun Penelitian | Judul Penelitian | Variabel | Hasil |
|----|------------------------------------|--|---|---|
| 4. | Xie and Huang (2014) | <i>The Impact of Index Futures on Spot Market Volatility in China</i> | <i>Return</i> harian dari CSI 300 yang merupakan aset acuan dari kontrak <i>futures</i> . | Kemunculan kontrak <i>futures</i> indeks CSI 300 tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap volatilitas <i>spot price</i> . Hal ini berarti bahwa tidak terjadi peningkatan maupun penurunan volatilitas di pasar <i>spot</i> . |
| 5. | Matanovic dan Wagner (2012) | <i>Volatility Impact of Stock Index Futures Trading – a Reviser Analysis</i> | <i>Return</i> harian dari DAX Index yang merupakan aset acuan dari kontrak <i>futures</i> | Kemunculan kontrak <i>futures</i> indeks DAX mampu mengurangi volatilitas dan menstabilkan harga di pasar <i>spot</i> |
| 6. | Saravanan dan Deo (2010) | <i>Impact of Futures and Options Trading on the Underlying Spot Market Volatility in India</i> | <i>Return</i> harian dari S&P CNX Nifty Index dan Nifty Junior | Terdapat penurunan volatilitas secara marginal dan juga di pasar <i>spot</i> hal ini disebabkan karena adanya aktivitas dari <i>uninformed traders</i> dalam pasar derivatif. Adanya penurunan volatilitas secara marginal juga dikaitkan dengan peningkatan efisiensi pasar. |

Sumber: Jurnal dan artikel ilmiah dari berbagai negara.

2.3 Pengembangan Hipotesis

Hipotesis atau jawaban sementara dalam suatu penelitian merupakan sarana penelitian yang penting dan tidak dapat ditinggalkan. Melalui hipotesis tersebut

nantinya akan melewati uji kebenaran untuk mempertegas/mendukung atau tidak mendukung hipotesis tersebut secara empiris.

Banyak penelitian telah dilakukan mengenai pengaruh kemunculan atau keberadaan kontrak *futures* indeks terhadap volatilitas *underlying spot market*-nya, dan sebagian besar diantaranya menyimpulkan bahwa memang terdapat pengaruh –baik itu pengaruh meningkatkan ataupun menurunkan volatilitas. Berdasarkan penelitian Bae, Kwon, dan Park (2004) pada pasar *futures* Korea dan Wang dan Lu (2005) dengan objek pasar *futures* Taiwan. Penelitian lain mendukung argumen bahwa keberadaan kontrak *futures* mempengaruhi volatilitas *underlying spot market* –namun dengan temuan bahwa keberadaannya menurunkan volatilitas, ditemukan oleh Matanovic dan Wagner (2012) dengan objek indeks *futures* DAX, Saravanan dan Deo (2010) dengan objek pasar *futures* India, dan Bologna dan Cavallos (2002) dengan objek pasar *futures* Italia.

Hasil penelitian mengenai dampak kemunculan kontrak *futures* yang keberadaannya mampu menurunkan atau menstabilkan volatilitas di *spot market* banyak ditemukan oleh peneliti dari negara berkembang seperti India dan Italia. Penelitian Bologna dan Cavallos (2002) menemukan bahwa keberadaan kontrak *futures* indeks dalam jangka panjang mampu menurunkan dan menstabilkan pasar *spot*. Hasil serupa juga ditemukan pada penelitian Saravanan dan Deo (2010). Keberadaan kontrak *futures* dan *options* di S&P CNX Nifty menyebabkan penurunan volatilitas secara marjinal. Adanya penurunan volatilitas secara marjinal dapat dikaitkan dengan meningkatnya efisiensi pasar dan makin luasnya pasar (*market depth*) setelah keberadaan kontrak *futures* dan *options* di pasar India.

Keberadaan kontrak *futures* indeks di Indonesia diduga memiliki pengaruh untuk menurunkan/menstabilkan volatilitas dalam jangka panjang –seperti yang telah di temukan dalam penelitian di Italia dan India. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat ditarik hipotesis:

H1 : Kontrak *futures* indeks berpengaruh pada penurunan volatilitas *underlying spot market*.

Penelitian Bologna dan Cavallos (2002) menemukan bahwa selain berpengaruh terhadap volatilitas *underlying spot market*, kemunculan serta keberadaan kontrak *futures* indeks juga meningkatkan efisiensi pasar ISE. Saravanan dan Deo (2010) juga menemukan bahwa penurunan volatilitas dikaitkan dengan meningkatnya efisiensi pasar akibat keberadaan kontrak *futures*. Penelitian selanjutnya dari Bae, Kwon, dan Park (2004) menemukan efek lain dari kemunculan KOSPI 200 *Index Futures*, yakni meningkatnya efisiensi pasar dari *underlying*-nya. Ross (1989) dalam penelitian Antoniou dan Holmes (1995) juga menyampaikan argumennya mengenai perdagangan *futures* yang mampu meningkatkan arus informasi di *spot market*.

Kemunculan kontrak *futures* indeks merupakan salah satu pengumuman yang memiliki kandungan informasi. Pengumuman yang memiliki kandungan informasi dan dinilai sebagai berita baik/*good news* akan direspon positif oleh investor. Hal tersebut tercermin dari meningkatnya *return* disekitar pengumuman peristiwa. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat di tarik hipotesis:

H2 : Kemunculan kontrak *futures* indeks berpengaruh pada peningkatan efisiensi pasar.