

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1. Pasar Saham**

Pasar saham merupakan mekanisme yang memungkinkan penawar dan peminta dana melakukan transaksi penjualan dan pembelian sekuritas. Pasar saham dibedakan menjadi dua yaitu pasar uang (*money market*) untuk jangka pendek di perbankan dan pasar modal (*capital market*) untuk jangka panjang. Pasar modal sendiri terbagi menjadi dua yaitu pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*).

Pasar primer merupakan pasar yang menawarkan emisi baru (*new issue*) dari perusahaan pada publik. Perusahaan yang mengeluarkan efek (emiten) menggunakan bank investasi (*investment banker*) sebagai penjamin bahwa emiten akan menerima setidaknya jumlah minimum tertentu untuk emisinya. Bank investasi mengajak bank lain sebagai *partner* untuk bersama menjadi penjamin atas emisi perusahaan tersebut, dengan maksud untuk membagi risiko yang berhubungan dengan penjualan efek baru. Masing-masing bank tersebut membentuk kelompok pemasar (*selling group*) yang bertanggung jawab untuk mendistribusikan bagian tertentu dari emisi baru kepada investor publik. Kelompok pemasar yang berupa perusahaan pilang bertanggung jawab untuk memasarkan bagian tertentu dari emisi. Balas jasa untuk lembaga penjamin dan penjual biasanya berupa diskon atau harga jual efek.

Pasar sekunder merupakan pasar tempat menawarkan efek (saham) bukan perdana. Pada pasar ini, perusahaan tidak ikut ambil bagian dalam jual beli saham.

Pasar sekunder ini terdiri atas bursa efek (*organized securities exchange*) dan pasar melalui kaunter (*over the counter market*). Pada bursa efek kekuatan penawaran dan permintaan akan efek tertentu dipertemukan. Semua transaksi yang dilakukan di lantai bursa atas dasar proses lelang, dengan tujuan untuk memenuhi semua pesanan pembelian pada harga terendah dan memenuhi semua pesanan penjualan pada harga tertinggi, sehingga baik pembeli maupun penjual mendapat hasil sebaik mungkin.

## **2.2. Bursa Efek**

Seperti telah dikemukakan Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Mengingat perdagangan tersebut menyangkut dana masyarakat yang diinvestasikan dalam efek, perdagangan tersebut harus dilakukan secara teratur, wajar, dan efisien. Oleh karena itu, penyelenggaraan kegiatan Bursa efek hanya dapat dilaksanakan setelah memperoleh izin usaha dari Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal).

Bursa Efek merupakan lembaga yang diberi kewenangan untuk mengatur pelaksanaan kegiatannya. Oleh karena itu, ketentuan yang dikeluarkan oleh Bursa Efek mempunyai kekuatan yang mengikat yang wajib ditaati oleh Anggota Bursa Efek, emiten yang efeknya tercatat di Bursa Efek tersebut, Lembaga kliring dan

penjamin, Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Kustodian atau pihak lain yang mempunyai hubungan kerja secara kontraktual dengan Bursa Efek.

Adapun Bursa Efek yang beroperasi di Indonesia adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Namun, pada tanggal 1 Desember 2007 melakukan penggabungan secara efektif dengan nama baru Bursa Efek Indonesia (BEI).

### **2.3. Saham**

Saham adalah tanda penyertaan modal pada suatu perusahaan perseroan terbatas dengan manfaat yang dapat diperoleh berupa :

1. Deviden, yaitu bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemilik saham;
2. *Capital gain*, adalah keuntungan yang diperoleh dari selisih jual dengan harga belinya;
3. Manfaat nonfinansial antara lain berupa konsekuensi atas kepemilikan saham berupa kekuasaan, kegangaan dan khususnya hak suara dalam menentukan jalannya perusahaan.

Berdasarkan fungsinya nilai suatu saham dapat dibedakan pula atas tiga jenis yaitu :

#### **1. Nilai Nominal (*par value/ stated value/ face value*)**

Nilai nominal adalah nilai yang tercantum pada saham untuk tujuan akuntansi, namun tidak digunakan untuk mengukur sesuatu.

## 2. Harga Dasar (*base price*)

Pada hakikatnya harga dasar adalah harga perdana dan dipergunakan dalam perhitungan indeks harga saham. Untuk saham yang baru, maka harga dasar tersebut merupakan harga perdana.

## 3. Harga Pasar (*market price*)

Harga pasar adalah harga pada pasar yang senyatanya (riil) dan merupakan harga yang paling mudah ditentukan, karena merupakan harga dari suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung, dan jika pasar sudah ditutup maka harga pasar tersebut adalah harga penutupannya.

### **2.4. Volatilitas Saham**

Volatilitas adalah pengukuran statistik untuk fluktuasi harga selama periode tertentu (Firmansyah, 2006). Ukuran tersebut menunjukkan penurunan dan peningkatan harga dalam periode yang pendek dan tidak mengukur tingkat harga, namun derajat variasinya dari satu periode ke periode berikutnya. Volatilitas yang tinggi mencerminkan karakteristik penawaran dan permintaan yang tidak biasa.

Volatilitas pasar terjadi akibat masuknya informasi baru ke dalam pasar atau bursa. Akibatnya para pelaku pasar melakukan penilaian kembali terhadap aset yang mereka perdagangkan. Pada dasar yang efisien, tingkat harga akan melakukan penyesuaian dengan cepat sehingga harga yang terbentuk mencerminkan informasi baru tersebut.

Menurut Schwert dan W. Smith, Jr. (1992) terdapat lima jenis volatilitas dalam pasar keuangan yaitu :

### 1. *Future Volatility*

Adalah apa yang hendak diketahui oleh para pemain dalam pasar keuangan (*trader*). Volatilitas yang paling baik adalah yang mampu menggambarkan penyebaran harga di masa yang akan datang untuk suatu *underlying contract*. Secara teori angka tersebut merupakan yang kita maksud ketika kita membicarakan input volatilitas ke dalam model teori *pricing*. *Trader* jarang membicarakan future volatility karena masa depan tidak mungkin diketahui.

### 2. *Historical Volatility*

Untuk dapat mengetahui masa depan maka perlu mempelajari masa lalu. Hal ini dilakukan dengan membuat suatu permodelan dengan teori *pricing*. Berdasarkan data masa lalu untuk dapat meramalkan volatilitas pada masa yang akan datang. Terdapat macam-macam pilihan dalam menghitung *historical volatility*, namun sebagian besar metode bergantung pada pemilihan dua parameter, yaitu periode historis dimana volatilitas akan dihitung, dan interval waktu antara perubahan harga. Periode historis dapat berupa jadi empat belas hari, enam bulan, lima tahun, atau lainnya. Interval waktu dapat berupa harian, mingguan, bulanan, atau lainnya. *Future volatility* dan *historical volatility* pada pemilihan dua parameter, yaitu periode historis dimana volatilitas akan dihitung, dan interval waktu antara perubahan harga. Periode historis dapat berupa jadi empat belas hari, enam bulan, lima tahun, atau lainnya. Interval waktu dapat berupa harian,

mingguan, bulanan, atau lainnya. *Future volatility* dan *historical volatility* terkadang disebut sebagai *realized volatility*.

### 3. *Forecast Volatility*

Seperti halnya terdapat jasa yang berusaha meramalkan pergerakan ke arah masa depan harga suatu kontrak demikian juga terdapat jasa yang berusaha meramalkan volatilitas masa depan suatu kontrak. Peramalan bisa jadi untuk suatu periode, tetapi biasanya mencakup periode yang identik dengan sisa masa *option* dari *underlying contract*.

### 4. *Implied Volatility*

Umumnya *future*, *historical*, dan *forecast volatility* berhubungan dengan *underlying contract*. *Implied volatility* merupakan volatilitas yang harus kita masukkan ke dalam model teoritis *pricing* untuk menghasilkan nilai teoritis yang identik dengan *option* di pasar.

### 5. *Seasonal Volatility*

Komoditas pertanian tertentu seperti jagung, kacang, kedelai, dan gandum sangat sensitif terhadap faktor-faktor volatilitas yang muncul dari kondisi cuaca musim yang jelek. Oleh karena itu berdasarkan faktor-faktor tersebut seseorang harus menetapkan volatilitas yang tinggi pada masa-masa tersebut.

## **2.5. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)**

Indeks Harga Saham merupakan bagian penting dalam pembicaraan mengenai pasar modal, karena indeks ini merupakan indikator dari berbagai hal dan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam membuat kebijakan-

kebijakan di bidang ekonomi makro, ekonomi mikro, moneter dan kebijakan lainnya. Secara umum rumus untuk menghitung harga saham adalah :

$$IHS = \frac{H_t}{H_o} \times 100\% \quad (2.1)$$

Keterangan :

IHS = Indeks Harga Saham  
H<sub>t</sub> = Harga pada waktu yang berlaku  
H<sub>o</sub> = Harga pada waktu dasar

Indeks harga saham gabungan (IHSG) mencakup indeks gabungan dari seluruh jenis saham yang tercatat di bursa efek. Perhitungan Indeks Harga Saham Gabungan ini menggunakan formula perhitungan sebagai berikut :

$$IHSG = \frac{\sum(\text{Harga penutupan di pasar reguler} \times \text{jumlah saham})}{\text{Nilai dasar}} \times 100\% \quad (2.2)$$

Perhitungan indeks dilakukan setiap hari , yaitu setelah penutupan perdagangan setiap harinya. Pada saat ini perhitungan IHSG dapat dilakukan beberapa kali dalam satu hari atau bahkan telah bisa diitung dalam hitungan detik setelah sistem perdagangan otomatis JATS (*Jakarta Automation Trading System*) diimplementasikan dengan baik.

## 2.6. Volume Perdagangan Saham

Kinerja suatu saham dapat diukur dengan volume perdagangannya. Semakin sering saham tersebut diperdagangkan mengindikasikan bahwa saham tersebut aktif dan diminati oleh para investor. Volume perdagangan saham adalah banyaknya lembaran saham suatu emiten yang diperjualbelikan di pasar modal setiap hari dengan tingkat harga yang disepakati oleh pihak penjual dan pembeli saham. Volume perdagangan ini seringkali dijadikan tolak ukur untuk mempelajari informasi dan dampak dari berbagai kejadian. Efek volatilitas

aktivitas perdagangan terhadap *expected stock return* didorong oleh adanya elemen risiko dan variabilitas dalam likuiditas sehingga saham dengan variabilitas yang tinggi memiliki *expected return* yang tinggi pula.

Aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat penilaian suatu info oleh investor individual dalam arti info tersebut membuat suatu keputusan perdagangan ataukah tidak. Hal ini berkaitan dengan salah satu motivasi investor dalam melakukan transaksi jual beli saham yaitu penghasilan yang berkaitan dengan *capital gain*. Volume perdagangan yang kecil menunjukkan investor yang sedikit atau kurang tertarik dalam melakukan investasi di pasar sekunder, sedangkan volume yang besar menunjukkan banyaknya investor dan banyaknya minat untuk melakukan transaksi jual beli saham. Kenaikan volume perdagangan akan semakin tinggi dengan semakin tingginya ketidakpastian di antara investor mengenai interpretasi mereka atas pengumuman tersebut. Namun demikian, perdagangan tidaklah secara otomatis mengimplikasikan adanya perbedaan interpretasi di antara investor, kenaikan volume perdagangan tetap bisa saja terjadi apabila investor mempunyai informasi yang berbeda-beda. Menurut Admati dan Pfleiderer (1988), info yang dimiliki oleh investor diperoleh dari dua sumber, yaitu :

1. Informasi yang tersedia di publik.
2. Informasi pribadi di mana hanya investor tertentu yang memiliki informasi tersebut.

Berbagai pendapat tersebut mencoba menerangkan sebab perubahan volume perdagangan saham berkaitan dengan adanya info tertentu.



## **2.7. Suku Bunga Bank Indonesia**

BI *rate* adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. BI *rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia setiap [Rapat Dewan Gubernur](#) bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui pengelolaan likuiditas ([liquidity management](#)) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter.

Sasaran operasional kebijakan moneter dicerminkan pada perkembangan suku bunga pasar uang antar bank *Overnight* (PUAB O/N). Pergerakan di suku bunga PUAB ini diharapkan akan diikuti oleh perkembangan di suku bunga deposito, dan pada gilirannya suku bunga kredit perbankan.

Dengan mempertimbangkan pula faktor-faktor lain dalam perekonomian, Bank Indonesia pada umumnya akan menaikkan BI *rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan melampaui sasaran yang telah ditetapkan, sebaliknya Bank Indonesia akan menurunkan BI *rate* apabila inflasi ke depan diperkirakan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan.

## **2.8. Tinjauan Teoritis**

### **2.8.1. Teori Pengharapan Nasional**

Pada dekade 1950-an dan 1960-an, para ekonom memandang harapan hanya sebagai bentuk dari pengalaman masa lalu saja (pengharapan adaptif). Pengharapan adaptif menyatakan bahwa perubahan harapan akan terjadi secara perlahan sepanjang waktu seiring dengan perubahan masa lalu.

Seiring berjalannya waktu, pengharapan adaptif dianggap tidak sesuai lagi karena hanya menggunakan informasi dari data masa lalu pada suatu variabel tertentu untuk membentuk harapan atas variabel tersebut. Oleh karena itu John Muth mengembangkan teori pengharapan rasional yang menyatakan bahwa pengharapan akan sama dengan proyeksi yang optimal (tebakan terbaik mengenai masa depan) dengan menggunakan semua informasi yang tersedia.

### **2.8.2 Inflasi**

Inflasi adalah kenaikan harga barang-barang yang bersifat umum dan terus menerus berkaitan dengan mekanisme pasar yang dapat disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain, konsumsi masyarakat yang meningkat (*demand pull inflation*), kenaikan harga produksi (*Cost push inflation*), dan kombinasi keduanya. Inflasi adalah proses dari suatu peristiwa, bukan tinggi rendahnya tingkat harga. Artinya tingkat harga dianggap tinggi belum tentu menunjukkan inflasi. Inflasi adalah indikator untuk melihat tingkat perubahan, dan dianggap terjadi jika proses kenaikan harga berlangsung secara terus-menerus dan saling mempengaruhi. Ada beberapa indikator ekonomi makro yang digunakan untuk mengetahui laju inflasi selama periode tertentu, yaitu indeks harga konsumen (*consumer price index*), indeks harga perdagangan besar (*wholesale price index*), dan indeks harga implisit (GDP deflator).

Harus diakui, inflasi dibutuhkan untuk memicu pertumbuhan penawaran agregat. Kendatipun belum dapat dibuktikan secara matematis, umumnya ekonom sepakat bahwa inflasi yang aman sekitar 5% per tahun. Jika terpaksa maksimal 10% per tahun. Inflasi dapat digolongkan menjadi empat golongan :

1. Inflasi ringan terjadi apabila kenaikan harga berada di bawah angka 10% setahun.
2. Inflasi sedang antara 10% - 30% setahun Inflasi berat antara 30% - 100% setahun.
3. Hiperinflasi atau inflasi tak terkendali terjadi apabila kenaikan harga berada di atas 100% setahun.

### **2.8.3. Hipotesis Pasar Efisien**

Berdasarkan hipotesis ini, harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia secara publik dalam pasar yang efisien. Harga saham akan bereaksi terhadap pengumuman atau berita jika informasi yang diumumkan tersebut baru dan tidak diperkirakan sebelumnya (Miskhin, 2008).

### **2.8.4. Tingkat Penetapan Harga Aset**

Teori penetapan harga aset (*Capital Asset Pricing Models*) dicetuskan oleh Professor William Sharpe, John Lintner, Jack Teynor, dan John Mossin pada awal tahun 1960-an. CAPM menunjukkan tingkat pengembalian (*return*) aset yang diharapkan pada suatu aset berisiko merupakan fungsi dari tiga faktor, antara lain : tingkat keuntungan bebas risiko, tingkat keuntungan yang diharapkan dengan risiko rata-rata, dan volatilitas tingkat pengembalian (*return*) aset berisiko terhadap tingkat keuntungan pasar.

Asumsinya investor akan menetapkan harga berdasarkan *benchmark risk rate* ditambah premium yang besarnya proporsional terhadap risiko yang melekat pada aset. Dengan demikian tingkat pengembalian yang diharapkan sesuai dengan prinsip 'semakin tinggi risiko, maka semakin besar pendapatan yang diperoleh'.

### 2.8.5. Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*)

Teori arbitrase harga merupakan model alternatif untuk penentuan harga aset yang dikembangkan oleh Stephen Ross. Asumsi utama teori ini adalah setiap pelaku atau investor memiliki peluang untuk meningkatkan *return* tanpa meningkatkan risiko.

Berdasarkan teori, ekspektasi *return* saham sama dengan tingkat bunga bebas risiko ditambah risiko premium  $k$  yang didasarkan pada sensitivitas saham terhadap  $k$  faktor. Hal ini dijabarkan dalam persamaan berikut :

$$r_i = r_f + (\delta_1 - r_f) b_{i1} + (\delta_2 - r_f) b_{i2} + \dots + (\delta_k - r_f) b_{ik} \quad (2.3)$$

dimana  $r_i$  merupakan *rate of return* sekuritas  $i$ ;  $b_i$  disebut sensitivitas sekuritas  $i$  terhadap faktor (*leading factor*);  $\delta_1$  sama dengan ekspektasi *return* yang memiliki unit sensitivitas terhadap faktor.

Penelitian selanjutnya Chen, Roll, dan Ross mengidentifikasi faktor-faktor tersebut antara lain tingkat pertumbuhan produksi industri, tingkat inflasi, selisih antara tingkat bunga panjang dan pendek, dan selisih antara obligasi berperingkat tinggi dan rendah.

Salomon Brothers menyatakan bahwa ada lima faktor yang disebut model faktor fundamental. Kelima faktor ini antara lain tingkat inflasi, tingkat pertumbuhan produk nasional bruto (GNP), tingkat bunga, tingkat perubahan harga minyak, dan tingkat perubahan pengeluaran biaya pendapatan negara.

### 2.8.6. Hubungan Volatilitas Saham dengan Variabel Makroekonomi

Tingkat suku bunga dan inflasi (variabel makroekonomi) memiliki hubungan yang saling mempengaruhi. Jika suku bunga naik, inflasi naik dan

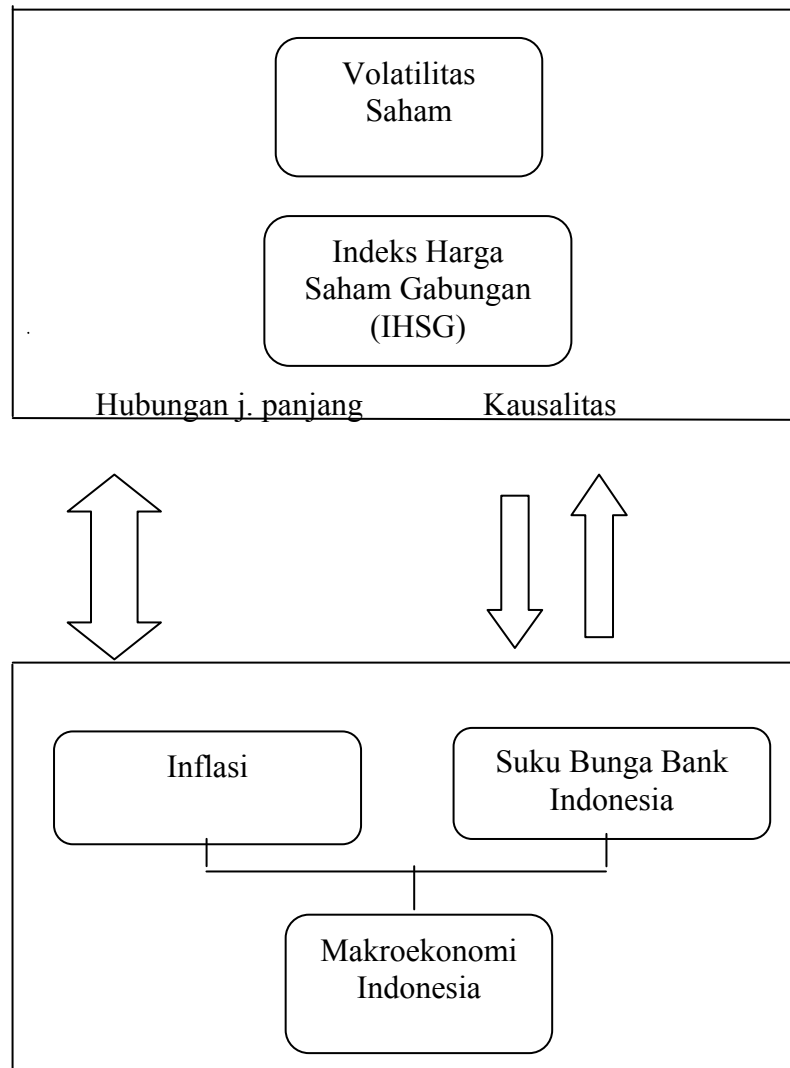
sebaliknya jika inflasi naik tingkat suku bunga juga bias naik. Sementara hubungan tingkat suku bunga terhadap IHSG bersifat independen, sebaliknya IHSG relative dependen terhadap tingkat suku bunga. Artinya, naik turunnya suku bunga bias berpengaruh terhadap naik turunnya IHSG. Tapi tidak sebaliknya, naik turunnya IHSG tidak berpengaruh signifikan terhadap naik turunnya suku bunga. Begitu pula, hubungan antara inflasi dengan IHSG, tetapi laju IHSG tidak memiliki pengaruh material terhadap inflasi. Hubungan kausalitas atau saling pengaruh ini akan semakin terbukti melalui studi atau penelitian ini.

## **2.9. Kerangka Konseptual**

Alur pemikiran dari penelitian “Analisis Kausalitas antara Volatilitas Saham dengan Variabel Makroekonomi Indonesia”.

Pertama-tama mengetahui hubungan yang terjadi antara volatilitas saham dilihat dari IHSG terhadap variabel makroekonomi yaitu inflasi dan BI *rate*. Sebaliknya, dilihat pula bagaimana variabel makroekonomi (inflasi dan BI *rate*) mempengaruhi volatilitas saham (IHSG).

Tahap terakhir yang dilihat adalah hubungan antara Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan variabel lainnya (makroekonomi) dalam jangka panjang. Dalam hal ini, hubungan jangka panjang dilihat berdasarkan kointegrasi yang terjalin antar ketiga variabel menunjukkan hubungan jangka panjang tersebut.



**Gambar 2.1**  
**Diagram Kerangka Pemikiran**

### 2.10. Hipotesis Penelitian

Hipotesis adalah jawaban sementara dari permasalahan yang menjadi objek penelitian dimana tingkat kebenarannya masih perlu diuji. Berdasarkan permasalahan di atas, maka hipotesa yang diajukan dalam penelitian adalah :

1. Terdapat hubungan keseimbangan jangka panjang antara volatilitas saham dengan variabel makroekonomi Indonesia.

2. Terdapat hubungan kausalitas (timbang balik) antara volatilitas saham dengan variabel makroekonomi Indonesia.