

## I. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Salah satu alasan investor melakukan investasi dalam saham yaitu menginginkan *return* yang tinggi, baik dalam bentuk *capital gain* maupun deviden. *Capital gain* tersebut diperoleh dari perbedaan harga saham pada periode sebelumnya dikurangi dengan harga saham pada saat ini. Di samping memperoleh *return*, investor juga menghadapi risiko antara lain berupa penurunan harga saham dan tidak diperolehnya deviden yang diharapkan (*risk return trade-off*). Halim (2003) menjelaskan bahwa risiko adalah besarnya penyimpangan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian yang diperoleh (*actual return*).

Untuk mengetahui risiko suatu saham dapat dilihat dari volatilitas harga saham tersebut. Jones dan Wilson (1989) menyebutkan bahwa volatilitas adalah besarnya perubahan harga saham atau persentase perubahan harga saham. Volatilitas yang tinggi menandakan risiko yang tinggi, sebaliknya volatilitas yang rendah berarti risiko yang rendah.

Dalam dunia investasi, volatilitas digunakan untuk keperluan memilih portofolio, manajemen aset serta *pricing* aset primer dan derivatif (Engle dan Ng, 1993). Standar deviasi dari perubahan harga saham biasanya digunakan untuk mengukur volatilitas. Oleh karena itu, pemahaman mengenai volatilitas ini menjadi sangat penting bagi manajer investasi atau investor. Bagi investor yang menyukai risiko (*risk takers*), mereka dapat memilih saham-saham yang memiliki volatilitas yang tinggi, karena akan memberikan *return* yang tinggi. Sebaliknya,



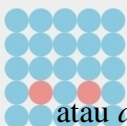
bagi investor yang tidak menyukai risiko (*risk averse*), mereka dapat memilih saham – saham yang memiliki volatilitas yang rendah, karena memiliki risiko yang rendah. Oleh karena itu, apabila manajer investasi atau investor salah dalam memahami volatilitas saham maka akan berdampak kepada *return* dan risiko yang akan diterima dari investasi saham yang dilakukan.

Volatilitas *return* pasar ditunjukkan oleh volatilitas *return* indeks saham. Volatilitas *return* saham individual dipengaruhi oleh volatilitas *return* indeks saham. Hal ini dijelaskan oleh Schwert dan Seguin (1990), Ng et al. (1992) dalam Engle dan Ng (1993) yang menyebutkan bahwa volatilitas *return* saham secara individual dipengaruhi oleh volatilitas pasar, yang mana *return* premium saham secara individual dipengaruhi oleh prediksi volatilitas pasar.

Volatilitas umumnya bergerak mengikuti siklus ekonomi. Hamilton and Lin (1996) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa resesi merupakan faktor utama yang memicu peningkatan fluktuasi dalam volatilitas *return* saham.

Volatilitas harga saham mengikuti informasi yang masuk ke pasar baik informasi ekonomi maupun informasi non ekonomi. Pada pasar yang efisien, di mana semua informasi telah tercermin pada harga saham, maka investor tidak mungkin memperoleh *abnormal return* dari pergerakan harga saham. Sebaliknya, pada pasar yang tidak efisien maka memungkinkan investor memperoleh *abnormal return* (Fama, 1970).

Pada umumnya, data keuangan memiliki volatilitas yang tidak simetris atau *asymmetric volatility*. Maksudnya yaitu bahwa informasi negatif memberikan dampak volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan dengan informasi positif dengan *magnitude* yang sama (Brooks, 2008).



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :  
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.  
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.  
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Penelitian terhadap adanya volatilitas asimetris sebelumnya pernah dilakukan oleh beberapa peneliti, seperti Engle dan Ng (1993), Brailsford dan Faff (1993), Chiang dan Doong (2001), Kurniawan (2004), Leeves (2007), Kurniawan (2008), Ederington dan Guan (2010), serta Talpsepp dan Rieger (2010).

Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Mun et al. (2008) atas pasar modal Malaysia dan Anton (2006) atas saham yang diperdagangkan dari indeks harga saham LQ 45 periode 2003-2004 pada Bursa Efek Jakarta (BEJ), memberikan hasil bahwa tidak terdapat volatilitas asimetris.

Atas dasar beberapa penelitian tersebut di atas, mendorong penulis untuk juga melihat apakah volatilitas asimetris juga terjadi pada pasar modal Indonesia. Untuk memperkaya analisis, maka dilakukan perbandingan antara IHSG, JII, dan Indeks DJI yang meliputi Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*. Penggunaan kelima indeks ini dimaksudkan untuk melihat apakah volatilitas asimetris terdapat pada kelima indeks tersebut. Selain itu, penggunaan Indeks JII dimaksudkan untuk melihat apakah volatilitas asimetris terjadi pada indeks saham yang berbasis syariah. Sementara penggunaan Indeks DJI yang terdiri dari *large cap*, *middle cap* dan *small cap* dimaksudkan untuk melihat apakah volatilitas asimetris terdapat pada indeks saham yang diklasifikasikan berdasarkan besarnya kapitalisasi pasar.

Untuk mengukur volatilitas asimetris pada kelima indeks tersebut, digunakan dua model *asymmetric* GARCH yang populer digunakan yaitu GJR dan Exponential GARCH /EGARCH (Brooks, 2008). Hal ini karena berdasarkan beberapa penelitian terdahulu, model GJR dan EGARCH terbukti mampu menjelaskan adanya volatilitas asimetris pada indeks saham.





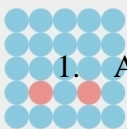
Berdasarkan hasil penelitian Anton (2006) yang meneliti data indeks harga saham penutupan harian (*closing price*) indeks harga saham LQ 45 periode 2003-2004, diketahui bahwa pasar modal Indonesia termasuk pasar bentuk lemah. Untuk mengetahui apakah efisiensi pasar modal bentuk lemah juga terjadi pada indeks harga saham lainnya pada Bursa Efek Indonesia maka pada penelitian kali ini juga perlu dilakukan analisis mengenai efisiensi pasar modal bentuk lemah (*weak form efficiency capital market*) pada IHSG, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*. Alat analisis yang digunakan yaitu *Unit Root Augmented Dickey Fuller (ADF) Test*. Analisis mengenai efisiensi pasar bentuk lemah dilakukan karena data yang digunakan untuk melakukan analisa berupa data historis yaitu data IHSG, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*.

Talpsepp dan Rieger (2010) yang meneliti 49 negara di dunia termasuk Indonesia, menyimpulkan dalam penelitian mereka bahwa faktor GDP per kapita, *Stock Market Participation*, *Analyst Coverage* dan *short selling* mempengaruhi volatilitas asimetris. Berkaitan dengan hal tersebut maka pada penelitian kali ini juga akan dilakukan analisis faktor-faktor yang mempengaruhi volatilitas asimetris pada Bursa Efek Indonesia.

## 1.2 Rumusan Masalah

Rumusan masalah pada penelitian kali ini yaitu:

1. Apakah terdapat volatilitas asimetris pada IHSG, JII dan Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*?





2. Model apa yang terbaik yang mampu menjelaskan volatilitas asimetris pada IHSG, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*?
3. Apakah efisiensi pasar modal pada Bursa Efek Indonesia adalah berbentuk lemah (*weak form capital market efficiency*)?
4. Faktor-faktor apakah yang mempengaruhi volatilitas asimetris pada Bursa Efek Indonesia?

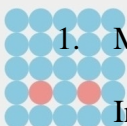
### 1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengkaji volatilitas asimetris pada IHSG, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*.
2. Untuk menentukan model yang terbaik dalam menjelaskan volatilitas asimetris pada IHSG, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*.
3. Untuk mengkaji efisiensi pasar modal bentuk lemah (*weak form efficiency*) pada Bursa Efek Indonesia.
4. Untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi volatilitas asimetris pada Bursa Efek Indonesia.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian yang dilakukan diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Menambah pengetahuan mengenai volatilitas asimetris pada IHSG, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*.





2. Mengetahui model yang terbaik dalam menjelaskan volatilitas asimetris pada IHSB, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*?
3. Model yang dihasilkan dapat digunakan sebagai informasi dalam melakukan peramalan (*forecasting*) mengenai perilaku volatilitas asimetrik saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia di masa yang akan datang.
4. Menambah pengetahuan mengenai efisiensi pasar modal bentuk lemah (*weak form efficiency*) pada Bursa Efek Indonesia.
5. Menambah pengetahuan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi volatilitas asimetris pada Bursa Efek Indonesia.
6. Memberi masukan kepada pihak perusahaan, manajer investasi, pemerintah ataupun pihak-pihak lainnya yang berkepentingan.

### 1.5. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini menggunakan data penutupan harian IHSB, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap* tahun 2001 sampai dengan 2010, serta data variabel-variabel makro ekonomi secara triwulanan untuk tahun 2001 sampai dengan 2010.

Dalam penelitian ini, tidak dilakukan pembahasan tentang proses analisis statistik terhadap data indeks harga saham sehingga menghasilkan nilai gamma tahunan, untuk tahun 2001 sampai dengan tahun 2010, yang digunakan sebagai variabel dependen untuk menganalisis faktor-faktor yang menyebabkan volatilitas asimetris pada IHSB, JII, Indeks DJI *Large Cap*, Indeks DJI *Middle Cap*, dan Indeks DJI *Small Cap*. Hal ini karena proses tersebut sama seperti proses dalam menghasilkan gamma secara keseluruhan untuk periode tahun 2001 sampai

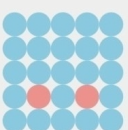


dengan tahun 2010, yang dalam penelitian ini dilakukan pembahasan secara lengkap. Model volatilitas asimetris yang digunakan untuk memperoleh nilai gamma tahunan untuk tahun 2001 sampai dengan tahun 2010 yaitu Model GJR.



*Hak cipta dilindungi Undang-Undang*

© Hak cipta milik IPB, tahun 2012



**MB-IPB**  
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

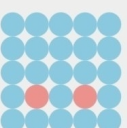
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



*Hak cipta dilindungi Undang-Undang*

© Hak cipta milik IPB

**Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB**



**MB-IPB**  
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.