



## RINGKASAN

**ANDAM DEWI.** Analisis Perilaku dan Struktur Pasar di Bursa Berjangka Jakarta. Dibimbing oleh HERMANTO SIREGAR, ADLER H. MANURUNG, dan SRI HARTOYO.

Adanya perdagangan derivatif memungkinkan berbagai partisipan untuk melindungi nilai aktiva yang dimilikinya dari risiko kerugian akibat menurunnya nilai aktiva hanya sampai batas toleransi yang direncanakan (Siahaan dan Manurung, 2006). Perdagangan derivatif memungkinkan para investor atau hedger memilah-milah risiko. Jika risiko dapat diakomodir, maka investor akan menanggung sendiri risiko tersebut, namun sebaliknya jika tidak mampu, maka risiko akan dipindahkan kepada pihak lain yang bersedia menanggung risiko tersebut. Biasanya pihak lain yang bersedia menanggung risiko adalah spekulator yang berharap mendapat keuntungan dari adanya pergerakan harga.

Salah satu jenis perdagangan derivatif adalah perdagangan berjangka. Perdagangan berjangka sendiri sudah sejak lama dikenal di negara-negara barat terutama di Amerika dan Eropa. Di Amerika, Bursa Berjangka seperti Chicago Mercantile Exchange (CME) didirikan tahun 1874 dan Chicago Board of Trade (CBOT) didirikan tahun 1848. Kedua bursa ini merupakan Bursa Berjangka tertua di dunia, sedangkan di Eropa seperti London Financial Futures and Option Exchange (LIFFE) didirikan tahun 1982. Di Indonesia, Bursa Berjangka pertama kali didirikan tanggal 19 Agustus 1999 dengan nama PT. Bursa Berjangka Jakarta (Jakarta Futures Exchange - JFX) dan mulai beroperasi pada tanggal 15 Desember 2000.

Dalam perdagangan kontrak berjangka, kontrak yang diperdagangkan dibagi dalam 2 kategori besar yaitu : kontrak keuangan dan kontrak non keuangan. Dari data perdagangan Futures Association Industry, volume derivatif keuangan tahun 2008 menguasai sekitar 87% dari seluruh total volume derivatif keuangan. Walaupun kontrak keuangan merupakan salah satu factor utama penentu kesuksesan kebanyakan bursa derivatif yang baru berdiri, namun BBJ hanya diperbolehkan memperdagangkan 22 kontrak komoditi non keuangan. Sementara itu, pada saat BBJ baru beroperasi, perdagangan derivatif keuangan terjadi selain diperbankan, juga terjadi di luar bursa tanpa ada badan regulasi yang mengawasi. Untuk melindungi dana masyarakat yang dihimpun dalam transaksi luar bursa, maka BAPPEBTI (Badan Pengawas Perdagangan Berjangka Komoditi) pada tanggal 27 Januari 2005 mengeluarkan peraturan. Peraturan tersebut mengharuskan pendaftaran untuk transaksi luar bursa (OTC) yaitu : transaksi kontrak gulir mata uang asing dan kontrak berjangka indeks saham asing ke BBJ. Penerimaan pendaftaran transaksi OTC membawa dampak terhadap perkembangan kontrak di dalam bursa dan kinerja industri berjangka secara keseluruhan. Pada penelitian ini akan dikaji dampaknya terhadap perilaku harga dan struktur pasar yang ada di BBJ.

Kajian tentang perilaku harga terdiri dari tiga hal yaitu : menguji pasar efisien bentuk efisien, mencari faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi pergerakan harga kontrak berjangka dan menganalisis selisih beli dan jual (*spread*). Dengan menggunakan data

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 mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



mingguan dan model ARIMA/GARCH, hasil kajian mengindikasikan bahwa semua kontrak yang diteliti menolak hipotesis pasar efisien bentuk lemah (random walk) yang berarti pasar tidak efisien. Hal ini mengimplikasikan bahwa seseorang dapat mempunyai kemampuan untuk memprediksi perubahan-perubahan harga di masa mendatang melebihi pasar dengan menggunakan analisis teknikal.

Para pelaku pasar di pasar berjangka seperti para hedger (pelaku lindung nilai) dan investor memerlukan instrument dalam memprediksi pergerakan harga kontrak berjangka atau kontrak gulir. Berbagai analisis baik yang bersifat fundamental maupun teknikal dilakukan sebagai dasar pengambilan keputusan untuk membuka posisi jual atau beli di pasar berjangka. Hasil penelitian factor-faktor apa saja yang mempengaruhi harga kontrak berjangka atau kontrak gulir dapat digunakan sebagai tambahan bagi analisis fundamental yang diperlukan dalam pengambilan keputusan membuka posisi di pasar berjangka. Dari kajian ini didapat bahwa fluktuasi return kontrak berjangka Olein dipengaruhi oleh tingkat suku bunga, nilai tukar dan harga CPO ; fluktuasi return kontrak berjangka Emas dipengaruhi oleh tingkat inflasi, harga minyak mentah, tingkat suku bunga, nilai tukar dan harga Emas; fluktuasi return kontrak gulir Indeks Emas dipengaruhi oleh tingkat inflasi, tingkat suku bungadan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Likuiditas merupakan ukuran kemudahan masuk dan keluar pasar berjangka. Dalam pasar berjangka, menurut Julieta Frank (2009) pedagang menghadapi biaya transaksi yang bervariasi termasuk biaya broker, biaya bursa dan biaya likuiditas yang akan mempengaruhi keefektifan dari keputusan-keputusan pemasaran. Kedua jenis biaya yang pertama sudah tersedia, namun mengestimasi biaya likuiditas sangat menantang dan biasanya diukur dengan *spread*. *Spread* merupakan perbedaan antara harga yang harus dibayar segera untuk membeli dan harga yang dapat diterima segera dari penjualan (Bryant dan Haigh, 2002).

Dari hasil kajian *spread* dengan menggunakan data harian dan mingguan yang dianalisis dengan model VECM dan Regresi Multivariat menunjukkan bahwa *spread* sebelum periode pendaftaran OTC lebih besar jika dibandingkan dengan sesudah periode pendaftaran OTC. Walaupun besarnya *spread* lebih kecil setelah periode pendaftaran OTC, namun hal ini tidak mengindikasikan likuiditas menjadi lebih baik. Setelah diizinkan pendaftaran OTC, pialang berjangka sebagai ujung tombak pemasaran kontrak berjangka, lebih suka memasarkan kontrak-kontrak OTC dibandingkan dengan kontrak-kontrak yang diperdagangkan di dalam bursa. Hal ini membuat walaupun *spread* bertambah kecil, namun tidak diikuti dengan volume yang meningkat.

Disamping itu, karena sejak periode pendaftaran OTC hanya sedikit pialang berjangka yang bertransaksi pada kontrak-kontrak yang diperdagangkan didalam bursa, maka pasar di dalam bursa dapat dimanfaatkan pialang berjangka tersebut menjadi tempat pendaftaran, tidak ada proses tawar menawar secara transparan di dalam bursa. Tidak membaiknya likuiditas ditunjukkan dengan hasil volume transaksi. Untuk kontrak berjangka Olein, rata-rata volume transaksi sebelum periode pendaftaran OTC adalah sebesar 21 lot dan sesudah periode pendaftaran OTC sebesar 15 lot. Sedangkan kontrak



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

berjangka Emas, rata-rata volume transaksi sebelum periode pendaftaran OTC adalah sebesar 81 lot dan sesudah periode pendaftaran OTC sebesar 6 lot.

Hanya kontrak Indeks Emas yang mempunyai volume transaksi yang lebih besar setelah periode pendaftaran OTC yaitu 138 lot dari 30 lot sebelum periode pendaftaran OTC. Kontrak Indeks Emas masih diminati karena sesungguhnya karakteristik kontrak ini adalah kontrak keuangan bukan kontrak komoditi seperti kontrak berjangka Olein dan Emas. Pergerakan harga kontrak Indeks Emas mempunyai pergerakan yang sama dengan nilai tukar USD/Rp. Namun demikian, hal ini juga tidak menunjukkan adanya perbaikan likuiditas karena dari order beli dan order jual yang ada, terlihat bahwa kontrak ini juga hanya dimanfaatkan sebagai tempat pendaftaran, bukan melalui proses mekanisme tawar menawar yang transparan.

Kondisi perdagangan di dalam bursa tanpa proses tawar menawar pada akhirnya akan membawa dampak buruk terhadap perkembangan bursa tersebut karena kehilangan kepercayaan dari para hedger dan investor. Kondisi ini dapat diatasi dengan memberikan sejumlah insentif kepada para penggerak pasar (Market Maker) agar mau menyediakan harga beli dan jual yang wajar setiap saat sehingga kemungkinan Pialang melakukan pendaftaran tanpa proses tawar menawar menjadi hilang.

Dari kajian *spread* juga didapat hasil bahwa *spread* mempunyai hubungan yang positif dengan rata-rata nilai tengah *spread* dan varian rata-rata nilai tengah *spread* serta mempunyai hubungan yang negatif dengan volume transaksi.

Kajian tentang struktur pasar yang menggunakan data triwulan dengan model Panel Data menghasilkan bahwa struktur pasar pialang berjangka bersifat monopolistik dan oligopoli dengan nilai rasio konsentrasi yang berkisar pada nilai 37.53% sampai 38.85%. Tingkat ROA perusahaan Pialang Berjangka dipengaruhi oleh konsentrasi 4 perusahaan (CR4), pangsa pasar dan hambatan masuk pasar. Variabel yang paling mempengaruhi tingkat ROA perusahaan Pialang Berjangka adalah variabel hambatan pasar yang diukur berdasarkan angka MES (*Minimum Efficient of Scale*). Berdasarkan penelitian, ternyata perusahaan Pialang Berjangka yang mempunyai ROA positif tidak lebih dari 25% dari seluruh jumlah Pialang Berjangka yang diteliti. Untuk itu Pialang Berjangka sebagai entitas bisnis seharusnya dapat berperilaku efisien sehingga dapat meningkatkan profitabilitas.



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 mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.