



## I. PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

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. Perusahaan-perusahaan yang bergerak antar lintas negara atau perusahaan-perusahaan multi nasional sangat menyadari bahwa mereka tidak mungkin menjalankan usahanya dengan baik tanpa perlindungan dari risiko tingkat suku bunga, risiko kurs dan risiko harga bahan baku. Adanya instrumen derivatif memungkinkan perusahaan multi nasional melindungi dirinya dari berbagai macam risiko pergerakan harga dan dapat lebih memusatkan perhatiannya pada usaha yang utama atau *core* bisnis (Beese, 1993)

Secara garis besar, terdapat empat macam jenis perdagangan derivatif dimana perdagangan forward merupakan perdagangan derivatif yang pertama kali dikembangkan, kemudian berkembang ke perdagangan berjangka dan berlanjut pada perdagangan swap dan perdagangan opsi. 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. Sampai saat ini, seperti disajikan dalam Tabel 1, ketiga Bursa Berjangka tersebut di atas merupakan salah satu Bursa Derivatif terbesar di dunia dengan pelaku pasar berasal hampir dari seluruh penjuru dunia.

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak Cipta milik IPB, tahun 2010

Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

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.



Tabel 1 Peringkat Bursa Derivative Dunia (2007 – 2008)

Rank	Exchange	Jan-Dec 2008	Jan-Dec 2007	% change
		(USD 000.000)	(USD 000.000)	(USD 000.000)
1	CME Group (includes CBOT and Nymex)	3,278	3,158	3.8
2	Eurex (includes ISE)	3,173	2,704	17.3
3	Korea Exchange	2,865	2,777	3.2
4	NYSE Euronext (includes all EU and US markets)	1,676	1,525	9.9
5	Chicago Board Options Exchange (include CFE)	1,195	946	26.3
6	BM&F Bovespa	742	794	-6.5
7	Nasdaq OMX group (includes all EU and US markets)	722	551	31.0
8	National Stock Exchange of India	590	380	55.3
9	JSE South Africa	514	330	55.8
10	Dalian Commodity Exchange	313	186	68.3
11	Russian Trading System Stock Exchange	238	144	65.3
12	Intercontinental exchange (includes US, UK and Canada Markets)	234	195	20.0
13	Zhengzhou Commodity Exchange	223	93	139.8
14	Boston Options Exchange	179	130	37.7
15	Osaka Securities Exchange	164	109	50.5
16	Shanghai Futures Exchange	140	86	62.8
17	Taiwan Futures Exchange	137	115	19.1
18	Moscow Interbank Currency Exchange	132	85	55.3
19	London Metal Exchange	113	93	21.5
20	Hong Kong Exchange & Clearing	105	88	19.3
21	Australian Securities Exchange (includes SFE)	95	116	-18.1
22	Multi Commodity Exchange of India	94	69	36.2
23	Tel-Aviv Stock Exchange	93	104	-10.6
24	Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros	83	52	59.6
25	Mexican Derivatives Exchange	70	229	-69.4

Sumber : Futures Industry Association

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Data dan Statistik IPR tahun 2010



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.

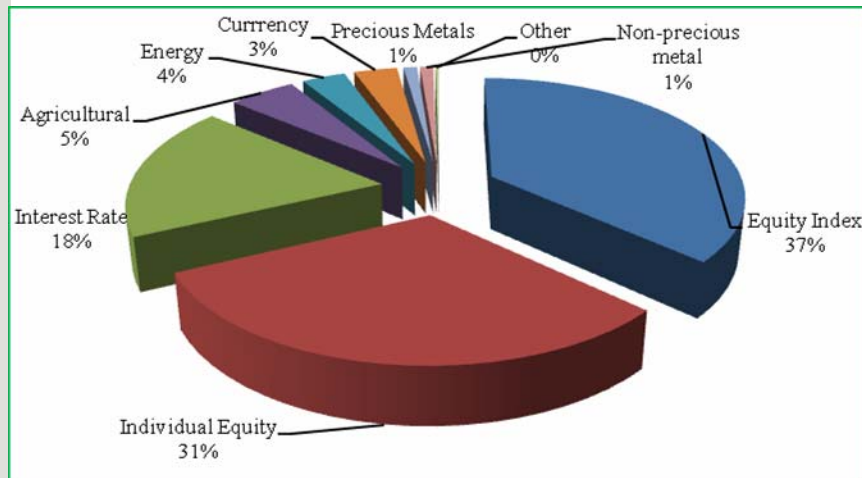
2. Dilarang mempublikasikan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Tabel 2 Volume Transaksi Derivatif Dunia Menurut Kategori (2007 – 2008)

Category	2008	2007	% Change
	(USD 000.000)	(USD 000.000)	
Equity Index	6,488	5,500	18.0
Individual Equity	5,511	4,400	25.2
Interest Rates	3,205	3,745	-14.4
Agricultural	889	641	38.7
Energy	580	497	16.8
Currency	577	460	25.5
Precious Metals	180	151	19.5
Non-Precious Metals	176	107	64.5
Other	46	26	74.1
Total	17,653	15,527	13.7

Note: Based on the number of futures and options traded and/or cleared by 69 exchanges worldwide.

Sumber : Futures Industry Association



Sumber : Futures Industry Association

Gambar 1 Volume Transaksi Derivatif Dunia Menurut Kategori

Banyak penelitian yang dilakukan untuk mengamati pergerakan harga kontrak berjangka, diantaranya penelitian untuk mengukur apakah pasar berjangka tertentu memenuhi kaidah-kaidah pasar efisien dan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi pergerakan sebuah harga kontrak berjangka. Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga-harga selalu merefleksikan secara penuh informasi yang tersedia dan dimana tidak ada satupun pedagang-pedagang dipasar yang dapat membuat profit dengan memonopoli





informasi yang terkontrol (Fama, 1970). Dengan kata lain, pasar berjangka komoditi yang efisien dapat menghasilkan signal-signal harga yang efektif untuk pasar spot dan menghilangkan kemungkinan bahwa profit dapat dijamin sebagai bagian dari proses trading. Harga-harga ini merefleksikan nilai keseimbangan kebutuhan penawaran dan permintaan di pasar. Persoalan efisiensi pasar pada pasar berjangka komoditi adalah penting untuk para pemangku kepentingan. Dari pandangan kebijakan pemerintah, pasar efisien artinya alternatif yang lebih baik dari intervensi pasar seperti memberlakukan kebijakan menstabilkan harga. Untuk prosesor atau pemasaran, pasar berjangka komoditi menghasilkan prediksi harga spot dimasa mendatang yang cukup dapat diandalkan secara efektif untuk keperluan pengelolaan risiko mereka dalam proses produksi atau pemasaran (Bingfan, 2002).

Dalam pasar berjangka, menurut Frank dan Garcia (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 selisih beli dan jual. Selisih beli dan jual merupakan perbedaan antara harga yang harus dibayar segera untuk membeli dan harga yang dapat diterima segera dari penjualan (Bryant dan Haigh, 2002). Tanpa memperhatikan pengukuran, fakta menunjukkan bahwa biaya-biaya likuiditas berubah setiap waktu sesuai dengan kondisi pasar. Mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi biaya-biaya likuiditas merupakan hal penting bagi partisipan-partisipan dan para pembuat keputusan yang beroperasi di pasar (Frank dan Garcia, 2009). Oleh karena itu, selisih beli dan jual telah menjadi perhatian yang utama dalam penelitian struktur mikro pasar dan banyak mendapat perhatian belakangan ini.

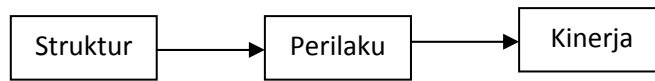
Selain pedagang, pelaku industri berjangka yang lainnya adalah pialang berjangka. Berbeda dengan pedagang berjangka yang hanya diizinkan untuk berdagang atas namanya sendiri, pialang berjangka berfungsi sebagai penerima amanat nasabah dan menyalurkan ke bursa. Pialang berjangka merupakan salah satu ujung tombak dalam mensukseskan perdagangan berjangka karena perusahaan inilah yang mengenalkan dan memasarkan kontrak-kontrak tersebut kepada para investor (nasabah). Guna mendukung perkembangan perdagangan berjangka, pialang yang ada haruslah beroperasi secara





efisien sehingga dapat menghasilkan perdagangan yang efisien pula. Tingkat efisiensi pialang berjangka akan tercermin dalam kinerja perusahaan tersebut.

Kinerja perusahaan dapat diukur melalui hubungan antara Struktur-Perilaku-Kinerja atau *Structure-Conduct-Performance (SCP)*. SCP merupakan salah satu kerangka dasar dalam menganalisis ekonomi industri. Hubungan paling sederhana dari ketiga variabel tersebut adalah hubungan linier dimana struktur mempengaruhi perilaku kemudian perilaku mempengaruhi kinerja (Gambar 2) Dalam SCP hubungan ketiga komponen saling mempengaruhi termasuk adanya factor-faktor lain seperti teknologi, progresivitas, strategi dan usaha-usaha untuk mendorong penjualan (Martin, 1994).



Sumber : Martin, 1994

Gambar 2 Kerangka Struktur, Perilaku dan Kinerja Industri

Struktur sebuah pasar akan mempengaruhi perilaku perusahaan dalam pasar tersebut yang secara bersama-sama menentukan kinerja sistem pasar secara keseluruhan. Kinerja suatu industri diukur antara lain dari derajat inovasi, efisiensi dan profitabilitas. Dalam struktur pasar terdapat tiga elemen pokok yaitu pangsa pasar (*market share*), konsentrasi pasar (*market concentration*) dan hambatan-hambatan untuk masuk pasar (*barrier to entry*).

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. Pada awal berdiri, JFX hanya diijinkan untuk memperdagangkan kontrak komoditi sesuai Surat Keputusan (SK) Presiden nomer 119 tahun 2001. Menurut SK tersebut, hanya ada 22 komoditi yang dapat diperdagangkan di JFX yaitu : kopi, minyak kelapa sawit, plywood, karet, kakao, lada, gula pasir, kacang tanah, kedelai, cengkeh, udang, ikan, bahan bakar minyak, gas alam, tenaga listrik, emas, batubara, timah, pulp dan kertas, benang, semen dan pupuk.

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IPB tahun 2010



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



## 1.2 Rumusan Masalah

Dalam penelitian Bank Dunia yang dilakukan oleh Tsetsekos dan Varangis (2000) disebutkan bahwa globalisasi mengharuskan bursa berjangka yang baru berdiri, untuk mendahulukan derivatif keuangan dibandingkan dengan derivatif komoditi primer. Hasil penelitian selain hal diatas adalah sebagai berikut :

- 1) Pasar komoditi primer merupakan pasar internasional. Sangat sulit bagi produk komoditi primer yang diperdagangkan di bursa berjangka yang baru berkembang, untuk bersaing dengan produk komoditi primer dari bursa berjangka yang sudah berumur puluhan tahun atau bahkan ratusan tahun
- 2) Produk keuangan seperti : mata uang nasional, tingkat suku bunga domestik, obligasi domestik, saham dan indeks saham domestik, lebih spesifik per negara sehingga lebih mudah diperdagangkan
- 3) Keberhasilan dan suksesnya bursa berjangka yang baru berdiri karena bursa tersebut mendahulukan produk keuangan dibandingkan produk non keuangan.
- 4) Dari pengalaman bursa-bursa di dunia menunjukkan bahwa perdagangan derivatif keuangan lebih likuid dibandingkan dengan perdagangan derivatif komoditi primer.
- 5) Kemungkinan sukses sebuah bursa akan tinggi, jika bursa tersebut meluncurkan terlebih dahulu kontrak derivatif indeks saham dan tingkat suku bunga

Penelitian Bank Dunia terbukti dalam perjalanan pengembangan JFX. Perkembangan kontrak komoditi non keuangan yang diperdagangkan berjalan sangat lambat dan perdagangan di JFX sangat tipis.

Sementara itu, pada awal berdirinya JFX, kontrak-kontrak berjangka keuangan diperdagangkan di luar bursa, tanpa ada Badan Pemerintah yang mengawasi. Banyak pengaduan dari masyarakat tentang penipuan yang terkait dengan perdagangan berjangka mata uang asing dan indeks saham asing. Kemudian dengan pertimbangan bahwa perdagangan yang menyangkut perdagangan berjangka dan pengumpulan dana masyarakat dalam bentuk marjin, harus tunduk dibawah Undang-undang nomer 32 tahun 1997, maka pada tahun 2004, JFX berinisiatif membuat program pendaftaran transaksi luar bursa seperti : kontrak mata uang asing dan kontrak indeks saham asing tersebut ke dalam bursa. Program ini kemudian disahkan dengan Surat Keputusan Nomer 45 tentang Sistem Perdagangan Alternatif (SPA) yang dikeluarkan oleh Badan Pengawas

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IPB tahun 2010



Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

MBB-IPB

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





Perdagangan Berjangka Komoditi Indonesia (Bappebti). Pada intinya, peraturan SPA mengatur tata cara dan persyaratan pelaksanaan pendaftaran transaksi luar bursa yaitu kontrak berjangka mata uang asing dan kontrak berjangka indeks saham asing ke JFX.

Dengan adanya pendaftaran transaksi luar bursa di JFX, dana nasabah yang ditransfer harus dibukukan pada rekening terpisah (segregated account) dari Pialang Berjangka yang bersangkutan. Rekening terpisah ini gunanya untuk mencegah penyalahgunaan dana masyarakat yang dihimpun. Rekening ini akan diaudit secara teratur oleh JFX, BAPPEBTI dan Kliring Berjangka Indonesia untuk memastikan penggunaannya.

Adanya transaksi SPA, membuat transaksi di JFX semakin ramai. Sesuai dengan penelitian Bank Dunia, transaksi SPA yang terdiri dari kontrak keuangan berkembang jauh lebih pesat jika dibandingkan dengan kontrak komoditi. Sayangnya, selain membawa manfaat perlindungan bagi dana nasabah, transaksi SPA juga membawa dampak buruk. Dampak buruk tersebut adalah semakin besarnya keengganan para pialang berjangka untuk memperdagangkan kontrak berjangka non keuangan. Hal ini mengakibatkan pengembangan kontrak berjangka non keuangan yang merupakan tugas utama JFX semakin sulit dilakukan. Pialang Berjangka sebagai ujung tombak pemasaran kontrak-kontrak berjangka lebih senang memasarkan kontrak-kontrak keuangan yang ada di luar bursa. Dari data dalam Tabel 3, dapat dilihat bahwa sejak pendaftaran luar bursa diijinkan, volume kontrak berjangka non keuangan mengalami pasang surut. Bahkan kontrak berjangka dengan penyelesaian penyerahan fisik seperti kontrak berjangka Olein dan kontrak berjangka Emas secara perlahan mengalami penurunan. Peningkatan transaksi keuangan jauh lebih pesat jika dibandingkan dengan transaksi non keuangan.

Tabel 3 Volume Transaksi JFX (lot)

Kontrak	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Transaksi di dalam bursa										
Olein	15,771	16,236	13,340	9,210	10,877	8,056	1,277	498	128	1,754
Emas	17,559	44,099	12,284	2,948	100	74	1,179	545	3,097	5,418
Indeks Emas	-	3,566	10,004	4,753	13,507	31,830	38,799	50,339	7,767	4,441
<b>Total</b>	<b>33,330</b>	<b>63,901</b>	<b>35,628</b>	<b>16,911</b>	<b>24,484</b>	<b>39,960</b>	<b>41,255</b>	<b>51,382</b>	<b>10,992</b>	<b>11,613</b>
Transaksi di luar bursa										
Forex				507,299	950,922	2,319,824	1,517,220	2,034,840	1,929,424	1,625,697
Indeks Saham				434,765	961,514	1,871,015	3,191,169	3,480,009	2,504,995	3,378,261
<b>Total</b>				<b>942,064</b>	<b>1,912,436</b>	<b>4,190,839</b>	<b>4,708,389</b>	<b>5,514,849</b>	<b>4,434,419</b>	<b>5,003,958</b>

Sumber : JFX

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



Pasang surut perdagangan kontrak-kontrak di dalam bursa, akan mempengaruhi tingkat efisien dan tingkat likuiditas dari pasar kontrak-kontrak yang diperdagangkan di dalam JFX. Dalam rangka meningkatkan tingkat likuiditas kontrak-kontrak yang diperdagangkan di JFX, sudah banyak upaya-upaya yang dilakukan baik oleh Bappebti maupun JFX, diantaranya dikeluarkannya peraturan, baik yang baru ataupun dalam bentuk revisi peraturan sebelumnya, serta pemberian insentif. Semua upaya-upaya tersebut diharapkan mempunyai dampak perbaikan bagi tingkat efisien dan tingkat likuiditas di JFX, termasuk struktur dari industri Pialang Berjangka, yang pada akhirnya juga akan mempengaruhi kinerja dari para Pialang Berjangka.

Sehubungan dengan uraian di atas, permasalahan yang ingin dicari jawabannya melalui penelitian ini adalah:

- (1) apakah pasar dari kontrak berjangka dan kontrak gulir memenuhi kaidah pasar efisien bentuk lemah?
- (2) apakah faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga kontrak berjangka dan kontrak Gulir ?
- (3) apakah dampak dari pendaftaran transaksi mata uang asing dan indeks saham asing di luar bursa terhadap selisih order beli dan order jual ?
- (4) bagaimanakah hubungan selisih order beli dan jual dengan volume transaksi, rata-rata nilai tengah, dan varian rata-rata nilai tengah ?
- (5) bagaimanakah respon selisih order beli dan jual terhadap guncangan volume, rata-rata nilai tengah, dan varian rata-rata nilai tengah
- (6) bagaimanakah karakteristik struktur pasar dan kinerja pialang berjangka di JFX?

### 1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian dan data yang menjadi latar belakang pemilihan topik serta rumusan masalah tersebut di atas, maka tujuan penelitian ini adalah:

- (1) menginvestigasi efisiensi pasar kontrak berjangka dan kontrak gulir di JFX
- (2) mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga kontrak berjangka dan kontrak Gulir ?
- (3) mengetahui dampak dari pendaftaran transaksi mata uang asing dan indeks saham asing di luar bursa terhadap selisih order beli dan order jual.

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

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





(4) mengkaji hubungan selisih order beli dan jual dengan volume transaksi, rata-rata nilai tengah, dan varian rata-rata nilai tengah ?

(5) mengkaji respon selisih order beli dan jual terhadap guncangan volume, rata-rata nilai tengah, dan varian rata-rata nilai tengah

(6) mengkaji karakteristik struktur pasar dan kinerja pialang berjangka di JFX?

© Hak cipta milik IPB, tahun 2010

*Hak cipta dilindungi Undang-Undang*



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



*Hak cipta dilindungi Undang-Undang*

© Hak cipta milik IPB, tahun 2010



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

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

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.