

BAB 2

LANDASAN TEORI

Pada bab ini peneliti akan membahas mengenai beberapa teori serta studi literatur yang terkait dengan topik penelitian dan membantu membangun hipotesa penelitian. Bab ini akan berisi tentang teori investasi, teori *efficient market hypothesis*, teori mikrostruktur pasar, pasar modal Indonesia, indeks kompas 100, serta penelitian-penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini.

2.1 Pasar Modal Indonesia

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal mendefinisikan pasar modal sebagai “Kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek”. Instrumen keuangan yang diperdagangkan atau dijadikan sebagai investasi di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun) seperti saham, obligasi, waran, *right*, reksa dana, dan berbagai instrumen derivatif seperti *option*, *futures*, dan lain-lain.

Pasar modal memiliki dua fungsi penting yang berperan dalam perekonomian di Indonesia. Fungsi tersebut yaitu sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal. Fungsi berikutnya yaitu sebagai sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrumen.

2.1.1. Mekanisme Pasar Modal Indonesia

Mekanisme perdagangan di BEI menggunakan sistem *order driven* karena investor dapat bertransaksi dengan sesama investor tanpa melalui dealer. Pembeli atau penjual yang hendak melakukan transaksi harus menghubungi perusahaan pialang. Perusahaan pialang membeli dan menjual efek di lantai bursa atas perintah atau permintaan (*order*) investor. Akan tetapi, perusahaan pialang juga dapat melakukan jual beli efek untuk dan atas nama perusahaan itu sendiri sebagai bagian dari investasi portofolio mereka. Setiap perusahaan pialang mempunyai orang yang akan memasukkan semua order yang diterima ke terminal masing-masing di lantai bursa. Dengan menggunakan *Jakarta Automated Trading System* (JATS), order-order tersebut diolah oleh komputer yang akan melakukan *matching* dengan mempertimbangkan prioritas harga dan prioritas waktu.

Beikut ini merupakan urutan mekanisme pasar modal di Indonesia berdasarkan prosesnya yang terdapat di website resmi Bursa Efek Indonesia :

1. Menjadi Nasabah di Perusahaan Efek

Seseorang yang akan menjadi investor terlebih dahulu menjadi nasabah atau membuka rekening di salah satu broker atau Perusahaan Efek. Setelah resmi terdaftar menjadi nasabah, maka investor dapat melakukan kegiatan transaksi.

2. Order dari nasabah.

Kegiatan jual beli saham diawali dengan instruksi yang disampaikan investor kepada broker. Pada tahap ini, perintah atau order dapat dilakukan secara langsung dimana investor datang ke kantor broker atau order disampaikan melalui sarana komunikasi seperti telpon atau sarana komunikasi lainnya.

3. Diteruskan ke Floor Trader.

Setiap order yang masuk ke broker selanjutnya akan diteruskan ke petugas broker tersebut yang berada di lantai bursa atau yang sering disebut floor trader.

4. Masukkan order ke JATS

Floor trader akan memasukkan (entry) semua order yang diterimanya kedalam sistem komputer JATS. Di lantai bursa, terdapat ratusan terminal JATS yang menjadi sarana entry order-order dari nasabah. Seluruh order yang masuk ke sistem JATS dapat dipantau baik oleh floor trader, petugas di kantor broker dan investor. Dalam tahap ini, terdapat komunikasi antara pihak broker dengan investor agar dapat terpenuhi tujuan order yang disampaikan investor baik untuk beli maupun jual. Termasuk pada tahap ini, berdasarkan perintah investor, floor trader melakukan beberapa perubahan order, seperti perubahan harga penawaran, dan beberapa perubahan lainnya.

5. Transaksi Terjadi (matched).

Pada tahap ini order yang dimasukkan ke sistem JATS bertemu dengan harga yang sesuai dan tercatat di sistem JATS sebagai transaksi yang telah terjadi (done), dalam arti sebuah order beli atau jual telah bertemu dengan harga yang cocok. Pada tahap ini pihak floor trader atau petugas di kantor broker akan memberikan informasi kepada investor bahwa order yang disampaikan telah terpenuhi.

6. Penyelesaian Transaksi (settlement)

Tahap akhir dari sebuah siklus transaksi adalah penyelesaian transaksi atau sering disebut settlement. Investor tidak otomatis mendapatkan hak-haknya karena pada tahap ini dibutuhkan beberapa proses seperti kliring, pemindahbukuan, dan lain-lain hingga akhirnya hak-hak investor terpenuhi, seperti investor yang menjual saham akan mendapatkan uang, sementara investor yang melakukan pembelian saham akan mendapatkan saham. Di BEI, proses penyelesaian transaksi berlangsung selama 3 hari bursa. Artinya jika melakukan transaksi hari ini (T), maka hak-hak kita akan dipenuhi selama 3 hari bursa berikutnya, atau dikenal dengan istilah T + 3.

Sistem perdagangan yang digunakan di BEI adalah *order driven* dengan *continuous auction market*. Didukung oleh sistem perdagangan yang terkomputerisasi, BEI buka selama 5 hari kerja dalam seminggu dari 09:30-12:00 pada sesi pertama dan 13:30-16:00 pada sesi kedua. Khusus untuk hari Jumat, sesi pertama beroperasi dari pukul 09:30-11:30 pada sesi pertama dan 14:00-16:00 pada sesi kedua. Dengan demikian, sistem perdagangan di BEI adalah sistem lelang terbuka (*continous market*) yang berlangsung terus-menerus selama jam bursa. Sebagai tambahan, transaksi marjin dan *short selling* diizinkan di BEI.

Sebelum dapat melakukan transaksi, terlebih dahulu investor harus menjadi nasabah di perusahaan Efek atau kantor broker. Pertama kali investor melakukan pembukaan rekening dengan mengisi dokumen pembukaan rekening. Di dalam dokumen pembukaan rekening tersebut memuat identitas nasabah lengkap (termasuk tujuan investasi dan keadaan keuangan) serta keterangan tentang investasi yang akan dilakukan.

Untuk membeli atau menjual saham, investor diwajibkan membayar biaya komisi kepada perusahaan pialang berdasarkan kesepakatan. Dalam peraturan di BEI, biaya komisi ini setinggi-tingginya 1 (satu) persen dari total nilai transaksi (beli dan jual). Sementara itu, pialang diwajibkan membayar biaya transaksi sebesar 0.04 persen dari total nilai transaksi di bursa.

Untuk melakukan transaksi di pasar regular, investor harus memenuhi persyaratan :

1. Total saham memenuhi standar satu lot, yakni 500 lembar.
2. Pergerakan harga (fraksi) untuk saham di bursa ditetapkan sebagai berikut :
 - a) Harga saham < Rp 200, ditetapkan fraksi sebesar Rp 1.
 - b) Harga saham dengan rentang Rp 200 sampai Rp 500, ditetapkan fraksi sebesar Rp 5.
 - c) Harga saham Rp 500 sampai Rp 2.000, ditetapkan fraksi sebesar Rp 10.

- d) Harga Saham Rp 2.000 sampai Rp 5.000, ditetapkan fraksi sebesar Rp 25.
- e) Harga saham, Rp 5.000 atau lebih, ditetapkan fraksi sebesar Rp 50.

2.2 Indeks Kompas 100

Transaksi yang dilakukan oleh para investor pada umumnya adalah dengan melakukan perdagangan pada saham. Dalam pasar modal dikenal suatu istilah yang dinamakan indeks. Indeks merupakan kumpulan dari saham-saham tertentu yang ada dalam bursa. Salah satu indeks yang ada adalah indeks Kompas 100. Indeks Kompas 100 merupakan indeks baru yang melakukan penilaian terhadap 100 emiten. Perhitungan baru ini merupakan hasil kerjasama antara Harian Kompas dan Bursa Efek Jakarta yang diluncurkan pada tanggal 10 Agustus 2007. Indeks ini berdasarkan frekuensi transaksi, nilai transaksi, kapitalisasi pasar, fundamental dan performa kinerja emiten. Menurut Direktur Utama BEJ, Erry Firmansyah, perhitungan indeks ini sama dengan perhitungan Indeks LQ45, namun ditambah dengan performa dan kinerja emiten.

Ketentuan-ketentuan yang mendasari pemilihan saham yang masuk ke dalam indeks Kompas 100 adalah :

- a. Telah tercatat di BEJ minimal 3 bulan.
- b. Saham tersebut masuk dalam perhitungan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan).
- c. Berdasarkan pertimbangan faktor fundamental perusahaan dan pola perdagangan di bursa, BEI dapat menetapkan untuk mengeluarkan saham tersebut dalam proses perhitungan indeks harga 100 saham.
- d. Masuk dalam 150 saham dengan nilai transaksi dan frekwensi transaksi serta kapitalisasi pasar terbesar di Pasar Reguler, selama 12 bulan terakhir.
- e. Dari sebanyak 150 saham tersebut, kemudian diperkecil jumlahnya menjadi 60 saham dengan mempertimbangkan nilai transaksi terbesar.
- f. Dari sebanyak 90 saham yang tersisa, kemudian dipilih sebanyak 40 saham dengan mempertimbangkan kinerja: hari transaksi dan frekuensi

transaksi serta nilai kapitalisasi pasar di pasar reguler, dengan proses sebagai berikut :

- i. Dari 90 sisanya, akan dipilih 75 saham berdasarkan hari transaksi di pasar reguler.
- ii. Dari 75 saham tersebut akan dipilih 60 saham berdasarkan frekuensi transaksi di pasar saham regu
- iii. Dari 60 saham tersebut akan dipilih 40 saham berdasarkan Kapitalisasi Pasar.
- g. Daftar 100 saham diperoleh dengan menambahkan daftar saham dari hasil perhitungan butir (e) ditambah dengan daftar saham hasil perhitungan butir
- h. Daftar saham yang masuk dalam KOMPAS 100 akan diperbaharui sekali dalam 6 bulan, atau tepatnya pada bulan Februari dan pada bulan Agustus.

Tabel 2-1 merupakan daftar perusahaan yang masuk dalam Indeks Kompas 100.

Tabel 2-1

Daftar Saham yang Termasuk Dalam Indeks Kompas 100 Periode Pertama

No	Simbol	Nama Perusahaan	No	Simbol	Nama Perusahaan
1	AALI	Astra Agro Lestari	51	ISAT	Indosat
2	ADHI	Adhi Karya	52	JIHD	Jakarta Internasional
3	ADMG	Polychem Indonesia	53	JPFA	JAPFA Comfed
4	AKRA	AKR Corporindo	54	JPRS	Jaya Pari Steel
5	ANTM	Aneka Tambang	55	KAEF	Kima Farma
6	APEX	Apexindo Pratama Duta	56	KIJA	Kawasan Industri Jababeka
7	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line	57	KLBF	Kalbe Farma
8	ASGR	Astra Graphia	58	LPKR	Lippo Karawaci
9	ASII	Astra Internasional	59	LSIP	London Sumatera
10	BBCA	Bank BCA	60	LTLS	Lautan Luas
11	BBKP	Bank Bukopin	61	MAPI	Mitra Adiperkasa
12	BBRI	Bank BRI	62	MASA	Multistrada
13	BCIC	Bank Century	63	MDRN	Moderland Realty
14	BDMN	Bank Danamon	64	MEDC	Medco Energi International
15	BHIT	Bhakti Investama	65	META	Nusantara Infrastructure
16	BKSL	Bukit Sentul	66	MICE	Multi Indocitra

Tabel 2-1 Lanjutan

Daftar Saham yang Termasuk Dalam Indeks Kompas 100 Periode Pertama

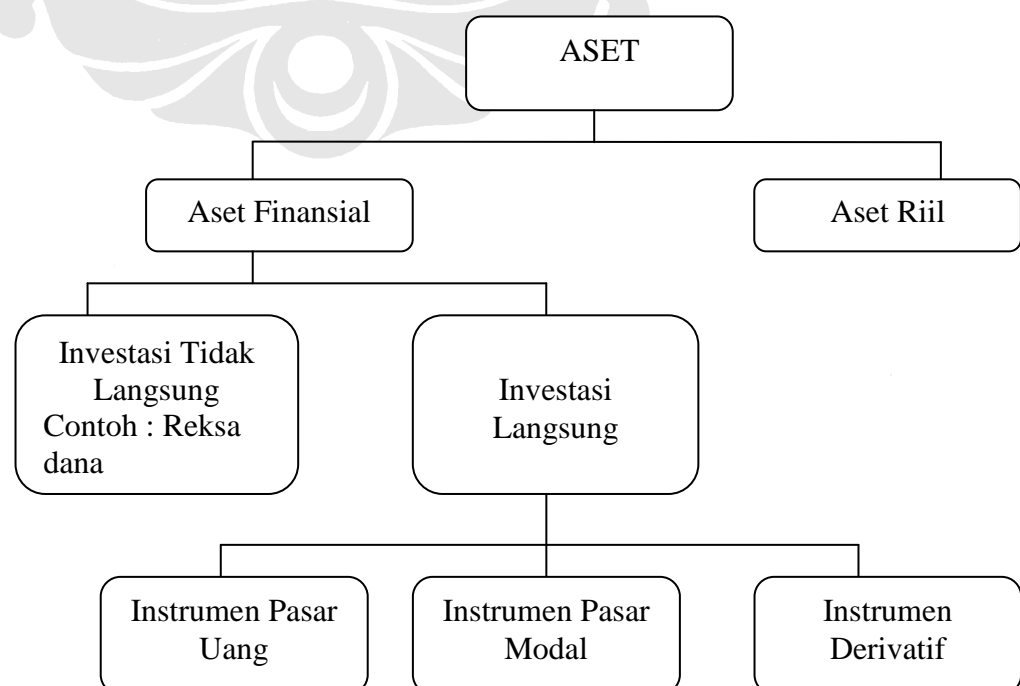
17	BLTA	Berlian Laju Tanker	67	MLPL	Multipolar
18	BMRI	Bank Mandiri	68	MPPA	Matahari Putra Prima
19	BMTR	Global Mediacom	69	MTDL	Metrodata
20	BNBA	Bank Bumi Artha	70	MYOR	Mayora
21	BNBR	Bakrie Brothers	71	PGAS	Perusahaan Gas Negara
22	BNGA	Bank Niaga	72	PJAA	Jaya Ancol
23	BNII	Bank Internasional Indonesia	73	PNBN	Panin Bank
24	BNLI	Bank Permata	74	PNIN	Panin Insurance
25	BRPT	Barito Pasific	75	PNLF	Panin Life
26	BTEL	Bakrie Telekom	76	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam
27	BUDI	Budi Acid	77	PTRA	New Century Development
28	BUMI	Bumi Resources	78	RALS	Ramayana Lestari Sentosa
29	CFIN	Clipan Finance	79	RUIS	Radiant Utama
30	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada	80	SIPD	Siread Produce
31	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia	81	SMCB	Holcim Indonesia
32	CPRO	Central Proteinaprima	82	SMGR	Semen Gresik
33	CTRA	Ciputra Development	83	SMMA	Sinarmas Multiartha
34	CTRS	Ciputra Surya	84	SMRA	Summarecon Agung
35	DAVO	Davomas	85	SRSN	Indo Acidatama
36	ELTY	Bakrieland Development	86	SULI	Sumalindo
37	ENRG	Energi Mega Persada	87	TBLA	Tunas Baru Lampung
38	EPMT	Enseval Putra	88	TINS	Timah
39	FASW	Fajar Surya	89	TKIM	Tjiwi Kimia
40	FREN	Mobile-8	90	TLKM	Telkom Indonesia
41	GGRM	Gudang Garam	91	TMAS	Tempuran Emas
42	GJTL	Gajah Tunggal	92	TOTL	Total Bangun Persada
43	IATA	Indonesia Air Transport	93	TRIM	Trimegah Securities
44	IDKM	Indosiar Media	94	TRIAS	Trias Sentosa
45	IGAR	Igarjaya	95	TRUB	Truba Alam Manunggal
46	INAF	Indofarma	96	TSPC	Tempo Scan Pasific
47	INCO	Inco Indonesia	97	UNSP	Bakrie Sumatra Plantations
48	INDF	Indofood Sukses Makmur	98	UNTR	United Tractors
49	INKP	Indah Kiat	99	UNVR	Unilever
50	INTP	Indocement	100	WOMF	Wa Ottomitra Multiartha

Sumber : Hasil Olah Data

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Saham merupakan instrumen keuangan yang paling populer dipilih dalam portofolio asset investor. Indeks Kompas 100 diharapkan bermanfaat untuk para investor dalam mengelola portofolionya. Kemudian bagi para fund manager, indeks ini bisa dimanfaatkan sebagai acuan menciptakan kreatifitas pengelolaan dana berbasis saham.

2.3. Investasi

Transaksi dalam pasar modal melibatkan suatu proses yang dinamakan investasi, dimana proses tersebut melibatkan dua pihak yaitu pihak yang kelebihan dana dan pihak yang kekurangan dana. Secara umum investasi merupakan komitmen dari sumber daya yang dimiliki saat ini untuk mendapatkan sumber daya yang lebih besar di masa mendatang (Bodi, Kane, Marcus, 2007). Investasi dapat dilakukan pada dua macam asset, yaitu *real asset* dan *financial asset*. *Real asset* adalah aset yang digunakan untuk menciptakan produk dan jasa, misalnya tanah, bangunan, mesin, dll. *Financial asset* adalah klaim pada *real assets* atau pada pendapatan yang dihasilkan oleh *real assets* tersebut, contohnya saham, obligasi, dll. Gambar 2.1 merupakan pembagian tipe aset.



Investor pada umumnya akan memiliki beberapa macam aset. Kumpulan dari investasi aset ini disebut portofolio. Dalam menentukan portofolionya, investor dapat menggunakan dua cara, yaitu:

- a. *asset allocation* adalah pemilihan aset di semua jenis aset
- b. *security selection* adalah pemilihan aset tertentu pada jenis aset yang dipilih

2.4 Analisis Nilai Perusahaan

Ada dua pendekatan dasar yang digunakan dalam proses investasi yang dilakukan oleh para analisis, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal (Wild, Subramanyam, dan Halsey, 2007).

Analisis fundamental merupakan proses penentuan nilai perusahaan dengan menganalisis dan menginterpretasikan faktor-faktor kunci untuk ekonomi, industri, dan perusahaan seperti prospek keuntungan dan pembagian dividen perusahaan ke depannya, ekspektasi dari tingkat suku bunga di masa yang akan datang, dan berbagai evaluasi risiko perusahaan lainnya untuk menilai harga wajar saham (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Analisis fundamental bertujuan untuk memperoleh gambaran mengenai kinerja perusahaan di masa depan yang belum tercermin pada harga saham di pasar.

Sedangkan analisis teknikal merupakan analisis yang mendasarkan pada data-data historis dari harga atau volume transaksi sebuah saham untuk memprediksi pergerakan harga saham di masa depan. Analisis teknikal pada dasarnya adalah mencari suatu pola pergerakan harga saham yang berulang-ulang dan dapat diprediksi (Bodie, Kane, dan Marcus, 2007). Analisis teknikal sering juga disebut *chartist* karena harga saham diprediksi melalui grafik harga saham di masa lalu dengan harapan dapat menemukan pola, sehingga dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan jual beli saham pada saat yang tepat.

2.5. Teori *Efficient Market*

Investor sering menggunakan analisis teknikal dalam menentukan optimalisasi investasinya. Salah satu cara yang digunakannya yaitu dengan menganalisis data historis harga saham yang dimiliki oleh perusahaan. Informasi

tersebut akan dimanfaatkan dengan sebaik-baiknya oleh para investor untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal. Namun pada kenyataannya, tidak semua informasi dapat diterima dan mencerminkan kondisi perusahaan. Hal ini berkaitan dengan hipotesis efisiensi pasar.

Efficient market hypothesis adalah hipotesis yang menyatakan bahwa harga sekuritas adalah refleksi dari semua informasi yang tersedia tentang sekuritas tersebut (Bodie, Kane, Marcus, 2007). Dengan demikian harga sekuritas hanya akan bereaksi terhadap informasi baru yang tidak terduga. Sehingga pergerakan harga sekuritas yang terjadi akibat informasi baru yang tidak terduga ini juga tidak dapat diprediksi. Jika informasi baru sudah diramalkan sebelumnya maka informasi ini hanya menjadi informasi yang telah ada, atau dengan kata lain sudah dicerminkan oleh harga sekuritas saat itu sehingga tidak dapat digunakan lagi untuk mengeksploitasi keuntungan dari hal tersebut. Harga sekuritas seharusnya bergerak secara *random walk* yaitu pergerakan yang acak dan tidak dapat diprediksi. Jika pergerakan harga suatu sekuritas dapat diprediksi, maka hal ini menunjukkan *market inefficiency*, yaitu keadaan saat harga sekuritas belum mencerminkan semua informasi yang tersedia.

Jika demikian dapatkah kita simpulkan bahwa *expected return* tidak bisa didapatkan dari berinvestasi pada sekuritas? Ternyata tidak begitu, kenyataannya masih banyak investor yang mau mengorbankan waktu, tenaga, pemikiran bahkan uangnya untuk mengumpulkan dan melakukan analisa terhadap informasi-informasi yang mungkin mempengaruhi pergerakan harga sekuritas. Pengorbanan ini tentu dilakukan demi suatu imbal hasil yang lebih tinggi yang diharapkan terjadi di masa datang. Hal ini disebabkan oleh adanya perbedaan tingkat efisiensi yang terjadi di pasar. Tipe-tipe dari efisiensi pasar :

- a. *weak form*, yang menyatakan bahwa harga sekuritas telah mencerminkan semua data historis yang terjadi. Sehingga informasi-informasi tentang harga, volume ataupun analisa pergerakan trend tidak dapat digunakan untuk mendapatkan keuntungan lebih. Data tentang harga dan volume tersedia dan sangat mudah didapatkan, sehingga jika data tersebut dapat memberikan sinyal yang tepat bagi investor maka hampir semua

investor dapat menggunakan informasi ini. Ketika informasi dari data historis memberikan sinyal untuk membeli, maka seluruh investor akan dapat menangkap sinyal tersebut, maka yang terjadi adalah kenaikan secara tiba-tiba atau mungkin kenaikan harga tidak akan terjadi karena tidak ada yang mau menjual sekuritas tersebut. Informasi menjadi semakin tidak berharga atau tidak memberikan pengaruh besar pada pasar jika informasi tersebut diketahui umum.

- b. *Semi-strong form*, menyatakan bahwa harga saham tidak hanya merefleksikan data perdagangan historis namun juga informasi publik yang tersedia, seperti data fundamental tentang produk perusahaan, laporan-laporan keuangan, dan lain-lain.
- c. *Strong form*, menyatakan bahwa harga sekuritas telah mencerminkan semua informasi yang relevan termasuk *insider information*.

Terdapat beberapa kondisi yang mendorong terciptanya pasar yang efisien (Jones, 2007), yaitu:

1. Pasar terdiri dari sejumlah besar investor yang rasional dan berusaha untuk memperoleh keuntungan maksimal (*rational and profit-maximizing investor*) yang secara aktif berpartisipasi dalam pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan sekuritas. Para investor dalam pasar merupakan penerima harga (*price takers*), sehingga seorang investor tidak akan dapat mempengaruhi harga sekuritas tertentu.
2. Informasi dapat diperoleh dengan biaya yang murah dan tersedia untuk seluruh pelaku pasar pada waktu yang bersamaan melalui radio, televisi, dan alat komunikasi khusus yang kini disediakan bagi investor. Hal ini tentunya sangat didukung oleh kemajuan teknologi informasi.
3. Munculnya informasi-informasi baru yang relevan serta independen satu dengan yang lainnya, mengikuti pola *random* sehingga para investor sulit untuk memperkirakan kapan suatu perusahaan akan mengumumkan

perkembangan baru yang signifikan, kapan mata uang akan mengalami devaluasi, kapan akan terjadinya perang, dan informasi tak terduga lainnya.

4. Para investor bereaksi dengan segera terhadap adanya informasi baru dan menggunakannya secara penuh, sehingga harga akan segera untuk merefleksikan adanya informasi baru tersebut.

Pada kenyataannya, deskripsi pasar yang seperti itu sulit untuk ditemui. Sebaliknya, jika persyaratan pasar efisien tidak terpenuhi, maka pasar tidak efisien terjadi dengan alasan-alasan berikut:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga sekuritas.
2. Harga informasi mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lain terhadap suatu informasi yang sama. Sebagian pelaku pasar mempunyai informasi dan sebagian yang lain tidak memiliki informasi yang sama atau disebut dengan informasi yang asimetris (*asymmetric information*).
3. Informasi yang disebarkan tidak dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku-pelaku pasar.
4. Investor adalah individu yang lugas (*naive investors*) dan tidak canggih (*unsophisticated investors*). Investor bereaksi secara lugas karena mereka memiliki kemampuan terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Karena mereka tidak canggih, maka seringkali melakukan keputusan yang keliru akibat sekuritas dinilai secara tidak tepat.

2.7. Teori Mikrostruktur Pasar

Teori Efisiensi Pasar menjelaskan mengenai pengaruh informasi terhadap investasi yang dilakukan dalam pasar modal. Selain teori efisiensi pasar, terdapat penelitian lebih lanjut yang meneliti mengenai dampak informasi terhadap aktivitas investasi dalam pasar modal, yaitu teori mikrostruktur.

Teori mikrostruktur pasar adalah studi tentang bagaimana informasi terangkum dalam harga pasar sekuritas melalui aktivitas perdagangan dan bagaimana peraturan institusi pasar mempengaruhi efisiensi pada harga sekuritas

(Megginson, 1997). Bidang ini merupakan bidang yang relatif baru dalam penelitian ekonomi. Oleh karena itu belum terdapat pembagian dalam kategori-kategori yang formal. Namun, pada hakikatnya, penelitian mikrostruktur pasar dilakukan untuk memahami enam topik berikut :

- a. *Price formation models*, tentang kerelevanan informasi non-publik terangkum dalam harga pasar sekuritas dan bagaimana market makers (dealers yang menjual dan membeli sekuritas) melindungi diri mereka dari kerugian yang disebabkan oleh transaksi dengan traders yang memiliki informasi lebih.
- b. *Price – volume models*, model – model ini berusaha untuk menjelaskan fenomena empiris antara volume perdagangan dan volatilitas harga yang secara sistematis lebih tinggi sesaat setelah pasar dibuka dan sesaat sebelum pasar berakhir. Selain itu, beberapa model juga berusaha untuk memprediksi kapan dan atau bagaimana informed trader akan memutuskan bertransaksi untuk mendapatkan sebanyak mungkin value dari inside information yang dimilikinya
- c. *Bid-ask spread models*, model ini berusaha untuk memprediksi besar dan komposisi dari bid-ask spread (selisih antara harga yang diinginkan untuk membeli dan menjual) untuk menentukan kepentingan dari informasi asimetris dan untuk memprediksi bagaimana spread berbeda-beda pada pasar pada peraturan institusi yang berbeda.
- d. *Market structure models*, penelitian-penelitian ini berusaha untuk menjelaskan bagaimana specialist dan dealer dapat co-exist dan memprediksikan kapan suatu tipe pasar memiliki competitive advantage dibanding dengan pasar yang lain.
- e. *Non-stock market microstructure models and applications*, beberapa penelitian dilakukan untuk menjelaskan tipe lain dari pasar finansial.
- f. *Optimal security market regulation models*, aspek penelitian mikrostruktur ini menawarkan alat yang objektif untuk

menganalisa keefektifan dan biaya yang ditimbulkan oleh regulasi pasar.

2.8. Sequential Information Arrival Hypothesis (SIAH) dan Mixture Distribution Theory (MDH)

Harga saham memiliki pola tertentu yang dinamakan volatilitas. Volatilitas ini dapat dimanfaatkan oleh investor dalam mengoptimalkan investasi, karena berkaitan dengan risiko investasi yang dilakukannya. Terdapat dua hipotesis yang menganalisa tentang hubungan volume dan volatilitas, yaitu Sequential Information Arrival Hypothesis (SIAH) dan Mixture Distribution Theory (MDH). Kedua hipotesis memberikan analisa yang berbeda terhadap hubungan volatilitas dan volume.

Sequential Information arrival Hypothesis (SIAH) diteliti oleh Copeland (1976), Jennings et al. (1981), serta Smirlock dan Stark (1985). Hipotesis ini mengasumsikan bahwa para *trader* menerima informasi secara sekuensial dan acak. Pada posisi equilibrium awal, *trader* memiliki informasi yang sama. Setelah informasi baru datang, *trader* menyesuaikan dan merubah posisi ekspektasinya. Namun, *traders* tidak menerima informasi sinyal dari informasi secara simultan. Sehingga *trader* memiliki reaksi yang berbeda dalam menerima informasi tersebut, yang menciptakan keseimbangan sementara. Setelah semua *trader* menerima informasi baru tersebut, keseimbangan final baru terjadi. Karena adanya lag inilah maka SIAH menyimpulkan bahwa volatilitas dapat digunakan untuk memprediksi volume perdagangan dan begitu juga sebaliknya.

Di lain pihak Mixture Distribution Theory memberikan analisa alternatif, yaitu mengasumsikan bahwa distribusi volatilitas dan volume adalah bivariate normal terhadap datangnya informasi baru. Dengan kata lain, semua *trader* menerima sinyal harga yang baru secara simultan. Sehingga keseimbangan final baru terbentuk langsung dan tidak ada keseimbangan *intermediate partial*. Jadi, volatilitas tidak dapat diandalkan untuk memprediksi volume dan begitu juga sebaliknya. MDH akan menunjukkan adanya *positive contemporaneous relationship* namun tidak dengan hubungan kausal antara volume dan volatilitas

imbal hasil. Hipotesis MDH ini dikembangkan oleh Clark (1973), Harris (1987), dan Andersen (1996)

2.9. Penelitian yang Berhubungan

Berikut ini merupakan penelitian-penelitian terdahulu yang membahas tentang hubungan antara variabel harga dan volume serta variabel-variabel lain yang berkaitan dengan penelitian ini.

2.9.1. Hubungan Kausalitas Volume Perdagangan dan Volatilitas Imbal Hasil

Pada penelitian Darrat, Rahman, dan Zhong di tahun 2002 ditemukan adanya hubungan lead dan lag antara variabel volume dan volatilitas imbal hasil saham. Penelitian ini dilakukan dengan data intrahari pada 30 saham Dow Jones Industrial Average (DJIA) selama periode 1 April sampai dengan 30 Juni 1998. Pada total 30 saham yang diteliti, hanya 3 saham yang memiliki korelasi positif yang signifikan antara volatilitas imbal hasil dengan volume. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan yang terjadi antara dua variabel tersebut sesuai dengan Sequential Information Arrival Hypothesis (SIAH). Teori ini mengasumsikan bahwa informasi yang berhubungan dengan harga saham yang diterima investor bersifat berurutan secara acak, sehingga investor merubah ekspektasinya dan menimbulkan keseimbangan. Akibatnya ada lag dari volatilitas tingkat pengembalian yang menyebabkan volume perdagangan dapat diprediksi dan sebaliknya.

Penelitian tentang hubungan kausalitas antara volume perdagangan dan volatilitas imbal hasil juga dilakukan dengan sampel bursa berjangka. Penelitian ini dilakukan oleh Bryant, dkk pada tahun 2003. Penelitian ini tidak menemukan adanya hubungan kausalitas yang signifikan antara dua variabel tersebut. Hubungan yang terjadi ini mendukung hipotesis Mixture Distribution Theory (MDH). Teori ini mengasumsikan bahwa investor menerima arus informasi yang berhubungan dengan harga saham yang bersifat simultan, sehingga tidak ada keseimbangan antara. Tidak adanya keseimbangan antara menyebabkan data di

masa lampau tentang volatilitas tingkat pengembalian tidak dapat digunakan untuk memprediksi volume perdagangan, dan sebaliknya.

Studi yang meneliti hubungan kausalitas antara volatilitas dan volume telah dilakukan di berbagai Negara. Pada penelitian Kemal, 1998 ditemukan adanya hubungan positif antara volume perdagangan dan volatilitas imbal hasil. Anirut Pisedtalaasai di tahun 2005 melakukan studi yang menemukan adanya hubungan kausalitas satu arah dimana return mempengaruhi volume perdagangan. Selain itu terdapat studi lain yang dilakukan oleh Octavio di tahun 2006 yang mendapatkan adanya hubungan kausalitas antara volume dan volatilitas namun hubungan tersebut tidak didapatkan antara variabel imbal hasil dengan volume.

Pada pasar modal Indonesia, penelitian tentang hubungan antara volatilitas dan volume juga telah dilakukan. Nurlatty, 2006 menemukan adanya hubungan kausalitas dua arah antara volatilitas imbal hasil saham dan volume pada saham LQ-45. Sedangkan penelitian Ekaputra menemukan hubungan yang positif antara volatilitas imbal hasil saham dan volume transaksi namun tidak menemukan adanya hubungan kausalitas dua arah antara kedua variabel tersebut.

2.9.2. Hubungan Harga dan Volume

Penelitian yang mengamati hubungan antara harga saham dan volume perdagangan telah dilakukan oleh Mestel dan Gurgul di 2003. Penelitian ini tidak menemukan adanya *contemporaneous relationship* maupun hubungan dynamic (kausal) antara imbal hasil abnormal saham dan *excess volume* pada saham-saham perusahaan Jerman yang tercatat di DAX periode Januari 1999 sampai dengan November 2004. Namun penelitian ini menemukan adanya *contemporaneous relationship* antara volatilitas imbal hasil abnormal dengan excess trading volume. Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan kausalitas yang lebih kuat dari volatilitas mempengaruhi volume dibanding dengan sebaliknya. Dapat disimpulkan dari penelitian yang dilakukan pada pasar saham di Jerman, hubungan antara volatilitas dan volume mengikuti Sequential Information Arrival Hypothesis (SIAH).

Di Indonesia penelitian yang menjelaskan hubungan antara volume perdagangan dengan perubahan harga saham dilakukan oleh Kristiana Dananti

pada tahun 2004. Volume perdagangan diyakini sebagai volume yang mewakili informasi. Perubahan volume berperan pada perubahan harga dan sebaliknya perubahan harga akan mendorong terjadinya transaksi perdagangan atau volume. Penelitian ini menemukan adanya hubungan kausalitas dua arah antara variabel-variabel tersebut.

2.9.3. Hubungan Volume dan Indeks Harga Saham

Bamber, Baron, dan Stober melakukan studi tentang hubungan volume dan harga pada indeks saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa penurunan sebagian besar harga saham akan menurunkan indeks harga saham. Kemudian penurunan indeks ini akan diikuti oleh penurunan volume transaksi.

2.9.4. Hubungan Fluktuasi Harga, Aktivitas, dan Volume

Penelitian hubungan antara variabel volatilitas harga, aktivitas dan volume perdagangan telah dilakukan oleh Plerou, dkk pada tahun 2000. Pada penelitian ini ditemukan adanya asymptotic distribusi natural dari tingkat pengembalian saham. Selain itu, ditemukan adanya hubungan *interdependence* antara fluktuasi tingkat pengembalian dengan tingkat pengembalian yang dilihat dari volatilitas dan volume. Sesuai dengan *levy-stable distribution* dari jumlah saham yang diperdagangkan terdapat *weak relationship* antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah perdagangan.

2.9.5. Hubungan Tingkat Pengembalian, Bid-Ask Spread, Volume Perdagangan

Pada pasar Indonesia ditemukan adanya hubungan positif yang signifikan antara volume dan volatilitas tingkat pengembalian. Kemudian arah hubungan kausal yang terjadi adalah volume yang tinggi menyebabkan volatilitas tingkat pengembalian yang tinggi pula. Secara rata-rata pembentukan harga terjadi setelah 15 – 45 menit. Penelitian ini dilakukan oleh Ekaputra pada tahun 2001.