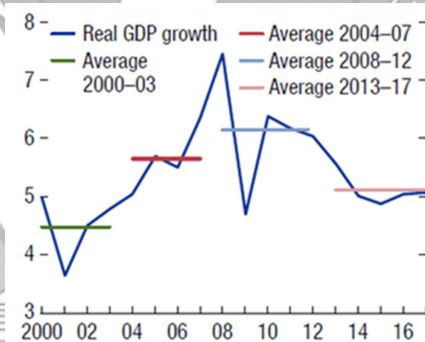


BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Pembangunan ekonomi membutuhkan pertumbuhan yang sehat dari sektor keuangan suatu negara. Sektor jasa keuangan merupakan salah satu sektor penting dan dibutuhkan untuk membiayai kebutuhan investasi dan pembangunan, sehingga upaya pendalaman keuangan menjadi sangat penting baik dari pasar keuangan maupun institusi keuangan, dengan tetap memperhatikan pengelolaan risiko dan stabilitas sistem keuangan. Gambar 1.1 menunjukkan pertumbuhan real GDP Indonesia dari tahun 2000 sampai tahun 2017.



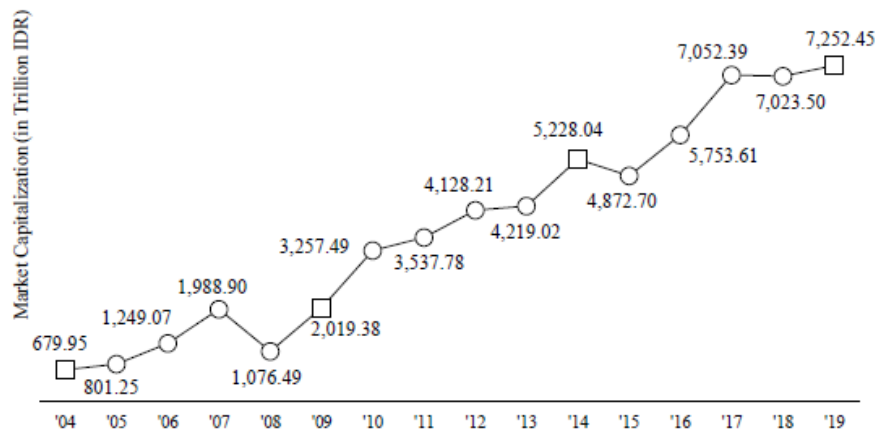
Gambar 1. 1 Pertumbuhan Real GDP Indonesia

Pasar Modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor).

Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain, kedua pasar modal menjadi

sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain.

Pasar saham Indonesia menunjukkan pertumbuhan dalam beberapa tahun terakhir. Dari sisi kapitalisasi pasar, pertumbuhan pasar telah mencapai 966,6% dari Rp. 679,95 triliun pada tahun 2004 menjadi Rp. 7.252,45 triliun per Juli 2019 (Bursa Efek Indonesia, 2019).



Gambar 1. 2 Kapitalisasi Pasar Saham Indonesia 2004 – 2019

Di dalam rentang 10 tahun dari tahun 2008-2017, investor domestik menyumbang 64,48% dari total nilai transaksi di bursa saham atau setara dengan Rp. 6.218,88 trilyun dan investor asing 35,52% atau setara dengan Rp. 3.425,28 trilyun (Arroisi dan Koesrindartoto, 2019). Artinya dana masyarakat Indonesia baik secara langsung atau melalui dana pensiun, reksa dana dan sarana investasi kolektif lainnya masih mengandalkan pasar saham untuk melindungi dan meningkatkan nilai tabungan mereka.

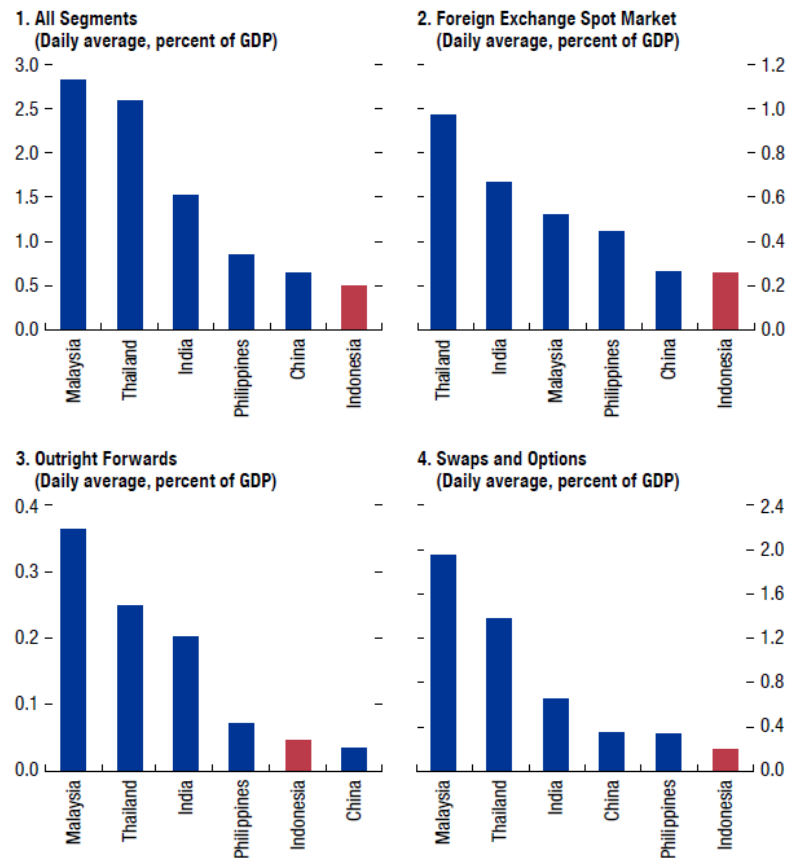
Di tengah pertumbuhan ekonomi dan pertumbuhan pasar modal di Indonesia, jika di bandingkan dengan negara lain sektor jasa keuangan Indonesia masih terbilang

dangkal dan inklusivitas Indonesia juga masih terbilang cukup rendah, dimana masih banyak penduduk Indonesia yang belum menikmati layanan jasa keuangan secara formal. Menurut Breuer, Guajardo and Kinda (2018) Indonesia masih menghadapi tantangan besar, kemajuan Indonesia dalam pengembangan system keuangan masih lambat yang terlihat dalam tabel dan gambar berikut. Salah satu prioritas Indonesia adalah pendalaman dan inklusi keuangan.

Year	TF (thousand)		TV (trillion IDR)	
	Domestic-initiated	Foreign-initiated	Domestic-initiated	Foreign-initiated
2008	11,001.30	1,536.72	596.92	199.63
	87.74%	12.26%	74.94%	25.06%
2009	18,551.71	2,083.47	631.05	168.64
	89.90%	10.10%	78.91%	21.09%
2010	20,684.02	3,315.41	614.52	268.78
	86.19%	13.81%	69.57%	30.43%
2011	20,918.83	5,756.58	608.94	322.89
	78.42%	21.58%	65.35%	34.65%
2012	21,603.00	7,110.77	490.70	370.21
	75.24%	24.76%	57.00%	43.00%
2013	22,591.17	10,621.64	627.98	452.67
	68.02%	31.98%	58.11%	41.89%
2014	31,735.10	16,943.84	656.34	440.33
	65.19%	34.81%	59.85%	40.15%
2015	32,615.13	19,166.23	581.28	408.35
	62.99%	37.01%	58.74%	41.26%
2016	41,727.37	19,022.05	689.57	433.56
	68.69%	31.31%	61.40%	38.60%
2017	49,058.01	15,959.35	721.59	360.22
	75.45%	24.55%	66.70%	33.30%
2008 – 2017	270,485.64	101,516.05	6,218.88	3,425.28
	72.71%	27.29%	64.48%	35.52%

Gambar 1. 3 Frekuensi dan Nilai Transaksi Domestik dan Asing

Pasar saham yang berkembang adalah indikator kondisi ekonomi yang makmur di negara mana pun, dan ini menarik investor domestik dan asing untuk berinvestasi di negara tersebut (Murtaza dan Ali, 2015). Menurut hasil penelitian OECD (2019) Pemerintah dan sektor korporasi di Indonesia sangat bergantung pada pendanaan dari luar negeri (61 dan 33 persen dari total utang masing masing).



Source: Bank for International Settlements Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and over-the-counter derivatives markets in 2016.
 Note: Turnover is adjusted for local interdealer double-counting (that is, "net-gross" basis).

Gambar 1. 4 Perputaran Valuta Asing Berdasarkan Market Segment

Sebagai salah satu instrument investasi, pasar saham tidak lepas dari adanya risiko. Coronavirus (COVID-19) berdampak besar pada ekonomi global. S&P 500 mencapai rekor penutupan tertinggi 3.386 pada 19 Februari 2020. Namun, lebih dari tiga minggu kemudian, pasar ditutup pada 2.480, yang mewakili penurunan sekitar 26 persen. Indeks mulai pulih pada awal April 2020 dengan sisi penawaran dan permintaan secara fundamental naik (Statistika, 2020).



Gambar 1. 5 Indeks S&P 500 Januari - Agustus 2020

IHSG sejak Januari 2020 telah turun 20,16%. Meskipun telah menunjukkan pemulihan, sampai pertengahan September 2020 belum mencapai indek sebelum covid-19. (IHSG, 2020).

Di tengah persaingan usaha global yang sangat ketat dan bersifat multidimensi. Pergerakan dana yang terjadi menjadi sangat dinamis dan bersifat global. Investor selalu meminimalisasi berbagai risiko yang timbul, baik risiko yang bersifat jangka panjang maupun risiko yang bersifat jangka pendek. Menurut teori portofolio Markowitz (1952), investor melakukan estimasi ekspektasi *return* dan risiko. Estimasi ini dianalisis secara statistik untuk mendapatkan portofolio investasi yang efisien. Portofolio yang efisien merupakan kombinasi dan diversifikasi investasi.



Gambar 1. 6 IHSG Januari - Agustus 2020

Salah satu cara lindung nilai dalam dunia investasi adalah dengan memanfaatkan produk-produk derivatif. Derivatif adalah sekuritas yang bergerak sesuai dengan satu atau lebih aset dasar. Ini termasuk opsi, swap, futures dan kontrak berjangka. Aset yang mendasari dapat berupa saham, obligasi, komoditas, mata uang, indeks, atau suku bunga. Namun, fungsi derivatif tidak hanya untuk lindung nilai (*hedging*) saja, menurut Walmsley (1998), terdapat lima kegunaan dari instrumen derivatif dalam investasi bagi investor yaitu: pengalihan risiko (*risk transfer*), peningkatan likuiditas (*liquidity improvement*), pembentukan harga (*price discovery*), penciptaan kredit (*credit creation*) dan penciptaan ekuitas (*equity creation*).

Pasar Derivatif menjadi fitur penting dari perkembangan keuangan global (Islam et al., 2020). Pasar derivatif telah mengalami perkembangan dan perbaikan yang signifikan di pasar keuangan. Kemajuan keuangan dan permintaan pasar mempercepat pertumbuhan perdagangan derivatif. Pada abad ke-12, perdagangan awal dimulai di Venesia (Rahman, 2015). Saat itu, kredit derivatif muncul dalam bentuk perlindungan

untuk pendanaan kapal ekspedisi yang memiliki resiko kapal tidak kembali. Kemudian di abad ke-16 muncul derivatif untuk komoditas. Berakhirnya Bretton wood system pada tahun 1971 meningkatkan permintaan akan perlindungan terhadap risiko nilai tukar. Tahun berikutnya Chicago Mercantile Exchange mengizinkan transaksi berjangka untuk pertukaran mata uang. Penerapan kebijakan moneter FED pada tahun 1979 telah mendorong volatilitas suku bunga obligasi Treasury yang pada gilirannya meningkatkan kebutuhan turunan untuk perlindungan pergerakan suku bunga. Banyak krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1990-an, yang memperluas kebutuhan investor di seluruh dunia untuk produk – produk lindung nilai.

Sebagai salah satu instrument derivatif opsi memiliki karakteristik yang unik. Beberapa keuntungan penggunaan opsi antara lain sebagai instrumen lindung nilai investasi di pasar modal dan melengkapi spektrum risiko dan imbal hasil (Baruno dan Sembel, 2014). Opsi juga memberikan fleksibilitas karena merupakan hak bukannya kewajiban bagi pemegang kontraknya. Bila digunakan sebagai instrumen lindung nilai, opsi ini merupakan instrumen yang konservatif dan relatif aman. Di sisi lain, opsi bisa menjadi sangat spekulatif sesuai dengan strategi investasi yang diterapkan masing masing investor. Dengan menggunakan opsi maka posisi yang diinginkan oleh masing-masing investor dapat disesuaikan dengan kondisi mereka masing-masing.

Model penentuan harga opsi oleh Black, Scholes, dan Merton adalah salah satu model yang banyak digunakan sampai saat ini. Bursa ternama dunia seperti Chicago Board *Option* Exchange (CBOE) juga menggunakan model tersebut untuk menghitung harga suatu opsi. Model Black-Scholes-Merton (BSM) ini memiliki tujuh variabel yang menentukan harga suatu opsi. Enam variabel memiliki nilai yang diketahui, yaitu jenis opsi (*call* atau *put*), waktu berakhirnya opsi, harga dasar aset, *strike price*, *interest rate*,

dan dividen. Variabel ketujuh memiliki nilai yang tidak diketahui pasti, yaitu volatilitas. Volatilitas merupakan hasil perkiraan dari harga-harga sebelumnya. Karena hal inilah volatilitas menjadi faktor yang paling diperhatikan dalam perhitungan opsi.

Perdagangan opsi di Indonesia pertama kali dilakukan pada tanggal 6 Oktober 2004, pada waktu itu dikelola oleh BEJ (Tandelilin, 2017). Tidak semua saham yang tercatat di BEI menjadi saham acuan kontrak opsi saham (*underlying assets*). Saham acuan hanya saham yang memiliki tingkat frekuensi perdagangan dan volatilitas (fluktuasi) harga yang tinggi, serta mempunyai nilai kapitalisasi pasar yang cukup besar. Saat ini ada saham PT Astra International Tbk (ASII), PT Bank Central Asia Tbk (BBCA), PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), dan PT Telekomunikasi Indonesia Tbk (TLKM) (*Kontrak Opsi Saham*, 2020). Pasar opsi dipasar modal Indonesia sudah tidak berjalan sejak tahun 2010 (Dewi dan Ramli, 2019). Padahal opsi merupakan salah satu instrumen penting dalam pasar modal. Hal ini tentunya menimbulkan pertanyaan apakah opsi di pasar modal Indonesia tidak menguntungkan. Atas dasar tersebut, penulis ingin menunjukkan bahwa opsi di Bursa Efek Indonesia menguntungkan. Dengan beberapa model volatilitas dan perhitungan opsi dengan Black-Scholes-Merton dihitung imbal hasil dan *winning rate*. Imbal hasil dan *winning rate* inilah yang digunakan untuk menentukan apakah opsi di Indonesia menguntungkan atau tidak. Sehingga penulis tertarik mengambil judul penelitian.

MODEL VOLATILITAS, IMBAL HASIL, DAN *WINNING RATE* INVESTASI OPSI
SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

1.2 Masalah Penelitian

Meskipun opsi saham sangat diperlukan di Indonesia. Opsi saham dipasar modal Indonesia sudah tidak berjalan (Dewi & Ramli, 2019). Hal ini menimbulkan pertanyaan:

“Apakah transaksi perdagangan opsi saham di Bursa Efek Indonesia menghasilkan keuntungan bagi investor?”

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk :

1. Mengevaluasi apakah imbal hasil yang diperoleh oleh *call/put taker* dan *writer* sama ketika opsi diexercise dan ketika opsi diexercise/ditradingkan.
2. Menguji apakah imbal hasil yang diperoleh oleh *call/put taker* dan *writer* lebih dari 1.28% dan 5% ketika opsi di *exercise* dan ketika opsi diexercise/ditradingkan.
3. Menguji apakah ada perbedaan potensi profit (*winning rate*) antara *call/put taker* dan *writer*.
4. Menguji apakah *winning rate* antara *call/put taker* dan *writer* lebih dari 50%.

1.4 Kebaruan Penelitian

Penelitian tentang opsi di Indonesia masih sangat jarang, penelitian yang ada biasanya terkait dengan harga wajar opsi dengan menggunakan volatilitas klasik dan dari sudut pandang pembeli (*option taker*). Kebaruan tentang penelitian ini adalah:

- Penelitian ini meneliti nilai wajar opsi untuk Indonesia dengan menggunakan model intraday volatilitas baik untuk *historical volatility* maupun *forecast volatility*.

- Penelitian ini meneliti imbal hasil dari 2 sudut pandang yaitu dari sisi penjual opsi (*writer*) dan pembeli opsi (*taker*).

1.5 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini dapat diuraikan seperti dibawah ini.

Manfaat Teoritis:

- Memberikan kontribusi pemikiran dan pengetahuan terhadap pengembangan ilmu manajemen, khususnya opsi saham di Indonesia.
- Dapat digunakan sebagai referensi bagi penelitian mendatang melalui pengembangan model teoritikal dan model empiris yang masih perlu diuji.

Manfaat Praktis:

- Dapat dijadikan bahan pertimbangan oleh Bursa Efek Indonesia dan pihak pihak terkait yang menjalankan kontrak opsi saham di Indoensia.
- Memberikan kontribusi pemikiran bagi praktek manajemen keuangan di Indonesia, khususnya dalam penerapan perdagangan opsi saham di Bursa Efek Indonesia.

1.6 Batasan Penelitian

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang dapat menjadi bahan masukan untuk studi lebih lanjut. Batasan tersebut adalah sebagai berikut:

1. Data sampel dan periode

Data sampel terbatas pada saham ASII, BBCA, INDF, dan TLKM. Periode data yang dipilih peneliti adalah dari tahun 2020 sampai dengan 2021. Dimana periode tersebut adalah terjadi pandemi covid-19.

2. Model metodologi untuk volatilitas

Peneliti hanya mengamati empat model untuk volatilitas. Diketahui bahwa banyak model volatilitas yang dikembangkan. Studi selanjutnya tentang model alternatif lain sangat mungkin dilakukan untuk menemukan model volatilitas yang paling sesuai untuk opsi saham di Indonesia.

3. Model metodologi perhitungan harga opsi

Diketahui banyak model perhitungan harga opsi yang dikembangkan. Penelitian menggunakan model Black-Scholes-Merton (model dengan efek dividen). Simulasi menggunakan volatilitas historis bergerak dan forecast yang tidak konstan.

4. Analisis imbal hasil

Imbal hasil dihitung menggunakan harga opsi hasil simulasi dan bukan berasal dari harga opsi pasar. Hal ini dikarenakan pada periode penelitian opsi Indonesia sudah tidak berjalan.

5. Simulasi trading

Penekanan simulasi yang dilakukan adalah trading premium untuk opsi di Indonesia.

6. Tidak ada biaya komisi.

7. Tidak ada biaya transaksi di pasar modal.

8. Tidak ada biaya pajak transaksi.