



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1. Pasar Modal Indonesia

Menurut Scott (1981), pasar modal merupakan pasar untuk jangka panjang di mana saham biasa, saham preferen, dan obligasi diperdagangkan. Sedangkan menurut Siamat (2005), pasar modal dalam arti sempit adalah suatu tempat yang terorganisasi di mana efek – efek diperdagangkan yang dikenal dengan Bursa Efek. Bursa Efek atau *Stock Exchange* adalah suatu sistem yang terorganisasi yang mempertemukan penjual dan pembeli efek yang dilakukan baik secara langsung maupun dengan melalui wakil – wakilnya. Bursa Efek berfungsi untuk menjaga kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme permintaan dan penawaran. 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”.

Pasar modal Indonesia diselenggarakan oleh Bursa Efek Indonesia. Bursa Efek Indonesia atau *Stock Exchange* merupakan bursa hasil penggabungan dari Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan Bursa Efek Surabaya (BES). Demi efektivitas operasional dan transaksi, pemerintah memutuskan untuk menggabung Bursa Efek Jakarta sebagai pasar saham dengan Bursa

Efek Surabaya sebagai pasar obligasi dan derivatif. Bursa hasil penggabungan ini mulai beroperasi pada 1 Desember 2007. Aktivitas perdagangan di Bursa Efek Indonesia dilaksanakan pada hari Senin sampai dengan hari Jumat, dan aktivitas perdagangan ini dibagi menjadi dua sesi, yaitu sesi pagi dan sore. Sesi pagi pada aktivitas perdagangan hari Senin sampai dengan hari Kamis dilaksanakan mulai pukul 09.30 WIB sampai dengan 12.00 WIB dan sesi sore dimulai pukul 13.30 WIB sampai dengan 16.00 WIB. Sedangkan sesi pagi untuk aktivitas perdagangan hari Jumat pada pukul 09.30 WIB sampai dengan 11.30 WIB dan sesi sore dimulai pada pukul 14.00 WIB sampai dengan 16.00 WIB.

Sunyoto & Fathonah (2015) mengelompokkan manfaat pasar modal ke dalam beberapa kategori, yaitu sebagai berikut:

1) Manfaat Pasar Modal Bagi Emiten

- Jumlah dana yang dapat dihimpun bisa berjumlah besar.
- Solvabilitas perusahaan tinggi sehingga dapat memperbaiki citra perusahaan.
- Ketergantungan emiten terhadap bank menjadi kecil.
- *Cash flow* hasil penjualan saham biasanya lebih besar dari harga nominal perusahaan.

2) Manfaat Pasar Modal Bagi Investor

- Nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi. Peningkatan ini tercermin pada meningkatnya harga saham yang menjadi *capital gain*.
- Memperoleh dividen bagi yang memiliki saham dan mendapatkan bunga tetap atau bunga mengambang bagi yang memiliki obligasi.
- Mempunyai hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) bagi pemegang saham dan mempunyai hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Obligasi (RUPO) bagi pemegang obligasi.
- Dapat sekaligus melakukan investasi dalam beberapa instrumen untuk mengurangi risiko.

3) Manfaat Pasar Modal Bagi Pemerintah

- Mendorong laju pembangunan.
- Penciptaan lapangan kerja.

2.2. Properti di Indonesia

Berdasarkan data dari Bank Indonesia, pasokan properti komersial sewa di wilayah Jabodebek pada triwulan I – 2015 relatif stagnan baik secara triwulan maupun tahunan, kecuali perkantoran dan pusat perbelanjaan (ritel) yang mengalami kenaikan. Pertumbuhan penjualan

properti residensial pada triwulan I – 2015 melambat. Hasil survey menunjukkan bahwa penjualan properti residensial melambat dibandingkan triwulan sebelumnya, dari 40,07% menjadi 26,62%. Perlambatan penjualan terjadi pada semua tipe rumah, terutama rumah tipe menengah.



Gambar 2.1. Pertumbuhan Penjualan Rumah

Sumber: Laporan Survey Harga Properti Bank Indonesia

Gambar di atas menunjukkan rata – rata pertumbuhan penjualan rumah, di mana terjadi penurunan penjualan di tahun 2015 sebesar 13,45%. Perlambatan pertumbuhan penjualan properti residensial juga tercermin dari menurunnya angka pertumbuhan penyaluran KPR dan KPA pada triwulan I – 2015 sebesar 0,12%, lebih rendah dibandingkan 2,56% pertumbuhan di triwulan sebelumnya.

2.3. Saham

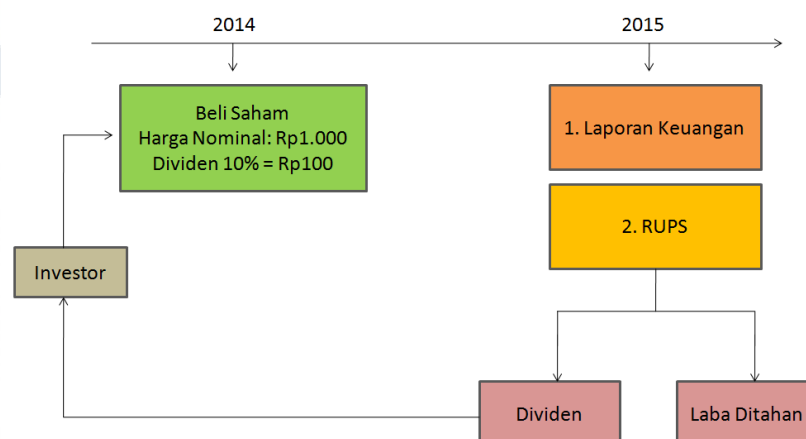
Menurut Rivai *et al.* (2013), saham didefinisikan sebagai tanda pernyataan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan. Wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut merupakan pemilik perusahaan penerbit saham. Harga saham pada dasarnya merupakan cerminan besarnya pengorbanan yang harus dilakukan oleh investor untuk penyertaan dalam perusahaan. Harga ini di pasar sekunder akan mengalami pergerakan sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran. Tinggi rendahnya harga saham lebih banyak dipengaruhi oleh pertimbangan penjual dan pembeli yang bertransaksi di bursa. Pertimbangan itu mencakup kebijakan internal perusahaan, situasi dan kebijakan perekonomian, kondisi dunia usaha, dan kemampuan menganalisa sekuritas.

Menurut Jogiyanto (2010), salah satu motivasi investor menanamkan modalnya di pasar modal adalah untuk memperoleh *return* dari modal yang mereka investasikan. *Return* dapat berupa aktual yang sudah terjadi (*actual return*) dan *return* ekspektasi yang belum terjadi (*expected return*). *Return* aktual merupakan *return* yang terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* aktual penting karena digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja dari perusahaan. *Return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa yang akan datang.

Jones (2012) membagi tingkat keuntungan atau *return* investasi menjadi dua komponen utama, yaitu:

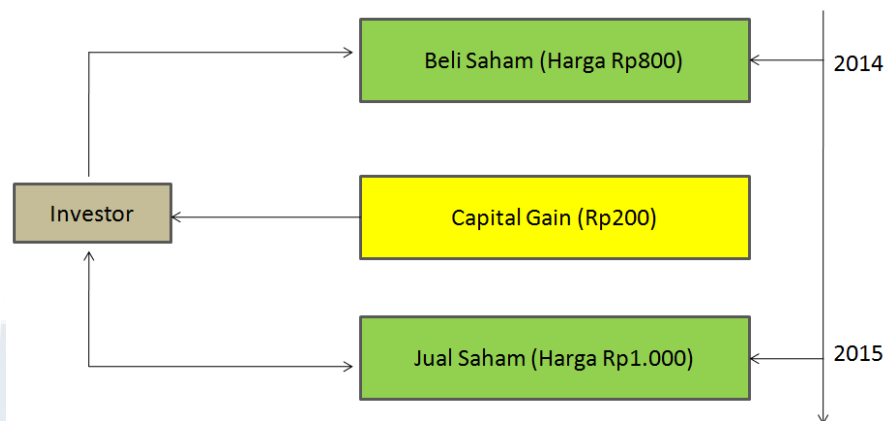
- 1) *Yield*, merupakan *return* yang diterima oleh pemegang aset, yaitu berupa dividen.
- 2) *Capital gain (loss)*, merupakan selisih antara harga beli dengan harga jual saham. Apabila selisihnya positif, maka investor memperoleh *capital gain*. Sebaliknya, jika selisihnya negatif, maka investor mengalami kerugian (*capital loss*).

Jika investor ingin mendapatkan dividen, investor harus bersedia menahan atau memegang saham yang dibeli sampai waktu dividen dibagikan. Sedangkan untuk mendapatkan *capital gain*, investor harus menjual sahamnya dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan harga saat memperolehnya (harga beli). Untuk lebih mudah memahami cara memperoleh dividen dan *capital gain* dapat dilihat pada gambar berikut.



Gambar 2.2. Ilustrasi Cara Memperoleh Dividen

Sumber: Rivai *et. al* (2013)



Gambar 2.3. Ilustrasi Cara Memperoleh *Capital Gain*

Sumber: Rivai *et. al* (2013)

2.4. Volatilitas Saham

Menurut Hashemijoo *et al.* (2012), volatilitas harga saham adalah pergerakan naik atau turunnya harga saham di bursa efek. Untuk mengukur risiko dari suatu saham dapat dilihat dari volatilitas harga saham tersebut. Volatilitas yang lebih besar menunjukkan kemungkinan terjadinya keuntungan atau kerugian yang lebih tinggi. Harga dari saham yang mempunyai volatilitas tinggi dapat berubah sewaktu – waktu dan perubahannya sulit untuk diprediksi. Sedangkan menurut Anton (2006) yang dikutip dari Zulfa (2015), volatilitas merupakan proses perubahan harga yang terjadi akibat adanya penilaian kembali terhadap aset yang diperdagangkan karena masuknya informasi baru ke dalam pasar/bursa. Adapun salah satu besaran yang dapat digunakan untuk mengukur volatilitas adalah ragam (*variance*)

Teknik perhitungan volatilitas adalah dengan mengambil $n + 1$ harga saham, dihitung n log *return*-nya (tingkat keuntungan yang diperoleh dari akibat melakukan investasi) dengan rumus sebagai berikut:

$$\sigma^2_t = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R}_t)^2$$

Keterangan:

σ^2_t = *variance* (volatilitas)

R_t = *return* saham

\bar{R}_t = rata – rata *return* saham

di mana:

$$R_t = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

Keterangan:

P_t = harga saham pada periode t

P_{t-1} = harga saham pada periode $t-1$

Volatilitas saham menunjukkan pola perubahan harga saham yang menentukan pola *return* yang diharapkan dari saham. Nilai volatilitas yang tinggi menunjukkan bahwa harga saham berubah (naik dan turun) dengan *range* yang sangat lebar. Sedangkan volatilitas dikatakan rendah jika harga saham jarang berubah atau cenderung konstan. Nilai volatilitas berada pada interval yang positif, yaitu antara 0 sampai dengan tak terhingga ($0 \leq \sigma \leq \infty$).

2.5. Volume Perdagangan Saham

Darwis (2013) mendefinisikan volume perdagangan sebagai jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada periode tertentu. Menurut Abdul Halim & Nasuhi (2000), volume perdagangan saham merupakan salah satu indikator yang digunakan dalam analisis teknikal pada penilaian harga saham dan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi yang ada di pasar. Oleh karena itu, perusahaan yang berpotensi tumbuh dapat berfungsi sebagai berita baik dan pasar seharusnya bereaksi positif.

Volume perdagangan seringkali dijadikan tolok ukur untuk mempelajari informasi dan dampak dari berbagai kejadian. Aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat penilaian suatu info oleh investor individual dalam arti info tersebut membuat suatu keputusan perdagangan atau tidak. Hal ini berkaitan dengan salah satu motivasi investor dalam melakukan transaksi jual beli saham, yaitu penghasilan yang berkaitan dengan *capital gain*. Volume perdagangan yang kecil menunjukkan investor yang sedikit atau kurang tertarik dalam melakukan investasi, sedangkan volume yang besar menunjukkan banyaknya investor dan banyaknya minat untuk melakukan transaksi jual dan beli saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Karproff (1987), membuktikan bahwa kenaikan perdagangan saham terjadi karena para investor mempunyai interpretasi yang berbeda terhadap suatu pengumuman. Kenaikan volume perdagangan akan semakin tinggi dengan semakin tingginya ketidakpastian

di antara investor mengenai interpretasi mereka atas pengumuman tersebut. Namun perdagangan tidaklah secara otomatis mengimplikasikan adanya perbedaan interpretasi di antara investor, kenaikan volume perdagangan tetap bisa saja terjadi apabila investor mempunyai informasi yang berbeda – beda. Info yang dimiliki oleh investor diperoleh dari dua sumber, yaitu:

- 1) Informasi yang tersedia di publik.
- 2) Informasi pribadi, di mana hanya investor tertentu yang memiliki informasi tersebut.

Penelitian terhadap hubungan volatilitas dengan volume saham pada berbagai instrumen keuangan menunjukkan hubungan signifikan positif antara volatilitas dengan volume. Salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Boonvorachote (2014) menunjukkan adanya hubungan positif antara *expected and unexpected trading volume* dengan volatilitas.

2.6. Frekuensi Perdagangan Saham

Menurut Margaretha Harsono (2003) yang dikutip dari Silviyani, dkk. (2014), frekuensi perdagangan adalah berapa kali transaksi jual beli terjadi pada saham yang bersangkutan pada waktu tertentu. Saham yang frekuensi perdagangannya tinggi diduga dipengaruhi transaksi saham yang sangat aktif, hal ini disebabkan karena tingginya minat investor terhadap saham tersebut. Dengan demikian, melalui frekuensi transaksi perdagangan saham dapat diketahui bahwa saham tersebut diminati investor atau tidak.

Perkembangan harga saham dan aktivitas frekuensi perdagangan saham di pasar modal merupakan indikasi penting untuk mempelajari tingkah laku pasar sebagai acuan dalam menentukan transaksi di pasar modal. Frekuensi perdagangan merupakan pengukur paling tepat terhadap aliran informasi yang diterima oleh para investor. Hal ini ditunjukkan dalam penelitian Jones, Kaul, & Lipson (1994), di mana hasil penelitian membuktikan bahwa frekuensi perdagangan lebih tepat sebagai pengukur aliran informasi dibandingkan volume perdagangan.

2.7. Trade Size

Trade size merupakan jumlah saham yang diperdagangkan setiap transaksi (Sandrasari, 2010). Menurut Chan & Fong (2000), dari berbagai teori yang menjelaskan hubungan antara volatilitas dan volume sebagian besar menyimpulkan bahwa perdagangan timbul akibat adanya aliran informasi yang diterima oleh para investor, perbedaan tipe, dan karakteristik investor dalam menginterpretasikan setiap informasi yang ada. Namun hal tersebut tidak membentuk suatu konsensus mengenai faktor yang menggerakkan secara riil hubungan antara volatilitas dengan volume. Informasi yang diterima oleh para investor tersebut tercermin dari frekuensi perdagangan atau dari *trade size* sehingga hal ini mampu menjelaskan hubungan antara volume dan volatilitas, di mana kedua komponen tersebut (frekuensi dan *trade size*) merupakan komponen dari total volume perdagangan.

Grundy & McNicholas (1989), menjelaskan bahwa investor lebih menyukai melakukan transaksi dalam jumlah besar pada harga berapapun, sehingga *trade size* cenderung merupakan cerminan dari kualitas informasi yang dimiliki investor dan hal ini akan menimbulkan volatilitas. Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Song, Tan, & Yunfeng (2005) yang membuktikan bahwa *trade size* berukuran besar lebih berpengaruh terhadap volatilitas dibandingkan ukuran kecil.

2.8. Penelitian Terdahulu

Penelitian terhadap volatilitas saham telah banyak dilakukan khususnya di luar negeri. Di antaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Song, Tan, & Yunfeng (2005) yang meneliti tentang volume, frekuensi perdagangan, dan *trade size* serta hubungannya dengan volatilitas di Bursa Efek Shanghai menggunakan metode Regresi Berganda. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui peran volume perdagangan, frekuensi perdagangan, dan *trade size* dalam menjelaskan volatilitas, di mana hasil yang diperoleh adalah sebagai berikut:

- Pertama, membandingkan *explanatory power* antara frekuensi perdagangan dengan rata – rata *trade size* dalam menjelaskan volatilitas harga saham. Hasil menunjukkan bahwa frekuensi lebih baik dalam menjelaskan volatilitas harga saham dibandingkan rata – rata *trade size*.

- Kemudian dilanjutkan dengan membandingkan *explanatory power* antara frekuensi perdagangan dengan volume perdagangan untuk mengetahui apakah variasi variabel volatilitas lebih bisa dijelaskan oleh frekuensi dibandingkan volume. Hasil yang ditemukan adalah volume saham masih lebih baik dalam menjelaskan variasi volatilitas harga saham, yang berarti frekuensi tidak menyampaikan semua informasi yang disampaikan oleh volume perdagangan.
- Terakhir, *trade size* dibagi ke dalam kategori yang berbeda, mulai dari ukuran kecil, menengah, hingga besar. Kemudian membandingkan *explanatory power* antara volume dan *trade size* dengan kategori yang berbeda. Hasil menunjukkan bahwa variasi variabel volatilitas dapat dijelaskan oleh variabel *trade size* dalam kategori yang berbeda tersebut.

Secara keseluruhan, hasil penelitian Song, Tan, & Yunfeng (2005) membuktikan bahwa terdapat hubungan positif antara volatilitas dengan volume perdagangan, frekuensi perdagangan, dan *trade size* di Pasar Saham Cina.

Penelitian yang dilakukan oleh Boonvorachote (2014) tentang volatilitas harga, volume perdagangan, dan *market depth* dengan menggunakan metode GARCH, di mana volume dan *open interest* digunakan sebagai variabel penjelas. Volume dibagi menjadi *expected trading volume* dan *unexpected trading volume*, begitu juga dengan *interest* dibagi menjadi *expected open interest* dan *unexpected open interest*. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara volume dengan volatilitas. Sementara *expected open interest* dan *unexpected open interest* memiliki hubungan yang negatif dengan volatilitas. Dengan kata lain, *open interest* dapat mengurangi volatilitas. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa informasi yang tidak diharapkan secara signifikan dapat mempengaruhi volatilitas harga, sedangkan *open interest* dapat mengurangi volatilitas harga pada Bursa Berjangka Asia.

Tripathy (2011) meneliti hubungan antara perubahan harga dengan volume perdagangan dengan menggunakan beberapa metode, seperti *Bivariate Regression Model*, *Vector Error Correction Model (VECM)*, *Vector Auto Regression (VAR)*, *Impulse Response Function (IRF)*, dan *Johansen's Co Integration Test*. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah terdapat hubungan yang signifikan antara volume perdagangan dengan volatilitas. Kemudian dijelaskan pula bahwa informasi baru yang beredar di pasar memiliki dampak yang signifikan terhadap volatilitas harga saham. Dalam hal ini, *bad news* lebih berpengaruh terhadap volume perdagangan maupun volatilitas dibandingkan *good news*. Secara normal, investor lebih sensitif terhadap risiko yang lebih buruk sehingga mereka lebih cepat merespon terhadap *bad news*.

Karproff (1987), penelitian terhadap hubungan volume dan volatilitas pada berbagai *financial market (equity, currency and future)* pada variasi interval waktu yang berbeda disimpulkan bahwa volume menunjukkan hubungan positif dengan volatilitas, namun dengan nilai korelasi yang

bervariasi. Perdagangan terjadi akibat *asymmetric information* (*difference in opinion*) dan volume perdagangan yang mencerminkan hasil analisis investor terhadap informasi yang mereka terima sehingga hal tersebut akan menimbulkan hubungan positif antara volume dengan perubahan harga absolut.

Penelitian Chan & Fong (2000), menjelaskan bahwa perdagangan terjadi apabila para investor memiliki interpretasi yang berbeda terhadap informasi publik yang muncul, volume perdagangan, dan *absolute return* akan menunjukkan korelasi positif berkaitan dengan munculnya informasi publik tersebut. Beberapa faktor yang menyebabkan timbulnya perdagangan antara lain karena adanya aliran informasi asimetris yang diterima oleh para investor, perbedaan tipe, dan karakteristik investor dalam menginterpretasikan setiap informasi yang ada. Namun hal tersebut tidak membentuk konsensus mengenai hal – hal yang menggerakkan secara riil hubungan antara volatilitas dengan volume. Hasil penelitian mengkonfirmasi bahwa frekuensi perdagangan dan *trade size* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap volatilitas saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Crouch (1970) menunjukkan korelasi positif antara nilai absolut perubahan harga dengan volume harian dalam bursa saham. Kemudian Jones, Kaul, & Lipson (1994) menemukan hasil bahwa frekuensi perdagangan lebih tepat sebagai pengukur aliran informasi yang menjelaskan perilaku perdagangan dibandingkan dengan volume. Selain itu, Jones, Kaul, & Lipson (1994) juga membuktikan bahwa apapun

variabel yang digunakan sebagai ukuran volume yaitu total volume, *trade size* (rata – rata jumlah saham per transaksi), atau *turn over* (jumlah lembar saham transaksi dibagi dengan jumlah saham yang beredar) tidak mengubah kesimpulan yang menyatakan bahwa frekuensi lebih tepat untuk mengukur aliran informasi sehingga volatilitas lebih dapat dijelaskan oleh frekuensi dibandingkan dengan volume.

Sabri (2008) meneliti tentang pengaruh volume perdagangan terhadap volatilitas harga saham di Pasar Saham Arab (*Arab Stock Markets*) dengan hasil temuan bahwa volume perdagangan memiliki dampak terhadap volatilitas harga saham, di mana volume perdagangan merupakan variabel yang dianggap paling meningkatkan volatilitas harga saham. Portnoy (2011) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa frekuensi perdagangan yang tinggi tidak memiliki dampak yang berarti terhadap perubahan harga saham. Volume perdagangan saham lebih berpengaruh terhadap perubahan harga dibandingkan dengan frekuensi perdagangan.