

BISMA

JURNAL BISNIS DAN MANAJEMEN

Jurnal Bisnis dan Manajemen (BISMA) adalah jurnal yang diterbitkan oleh Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya (Unesa) dan diterbitkan 2 (dua) kali dalam setahun. Jurnal ini diharapkan sebagai wahana komunikasi dan media bagi para akademisi dan praktisi dalam menuangkan ide-ide dalam bentuk kajian, pengamatan, pengalaman praktis, dan hasil penelitian empiris, di bidang bisnis dan manajemen

SUSUNAN REDAKSI

- Penanggung Jawab : Dra. Jun Surjanti, SE, M.Si
- Ketua Penyunting : Putu Herry Sunarya, SE, MM
- Wakil Ketua Penyunting : Dwiarko Nugrohoseno, S.Psi. MM
- Penyunting Pelaksana : Dr. Dewi Tri Wijayanti, M.Si
Dr. Sri Setyo Iriani, SE., M.Si
Dr. Andre Dwijanto Witjaksono, ST, M.Si
Dra. Anik Lestari Andjarwati, MM
Nadia Aandimitra, SE, M.SM
Musdholifah, SE, M.Si
- Mitra Bestari : Prof. Dr. Djumilah Zein (Unibraw)
Prof. Dr. H. Retig Adnyana, M.Si (Unesa)
Prof. Dr. Muslich Anshori(Unair)
Dr. Rer. pol. Debby Ratna Daniel, Ak (Unair)
Dr. Muafi, SE, M.Si (UPN Yogyakarta)
Budiono, SE, M.Si (ISEI)
- Administrasi dan Sirkulasi : Widyastuti, S.Si, M.Si
Nindria Untarini SE, M.Si
Yessy Artanti, SE, M.Si

Alamat Redaksi:
JURUSAN MANAJEMEN FE UNESA
Kampus Ketintang Surabaya, 60231
Telp. (031) 8299945, 8280009 PS.107 Fax. 8299946
Email : unindria@yahoo.com

B I S M A
Jurnal Bisnis dan Manajemen
Vol. 2, No. 2, Februari 2010

DAFTAR ISI

1. Pengaruh *Partner Characteristics* Terhadap *Relationship Capital* : Studi Empiris Pasca Penggabungan Perusahaan
Muafi **93-99**
2. Efektivitas Strategi *Hedging* Menggunakan Kontrak Indeks LQ45 *Futures* dalam Meminimalisasi Risiko Sistematis Portofolio
Nadia Asandimitra Haryono & M. Riadhos Solichin **100-106**
3. Pengaruh Pengelolaan Kualitas Layanan Melalui Program Pertamina *Way* Terhadap Kepuasan Konsumen dan Dampaknya Pada Citra SPBU Pertamina (Studi Pada SPBU Pasti Pas di Surabaya)
Sri Setyo Iriani & Puguh Yulianto **107-120**
4. Pengaruh Stres Kerja dan Pemberdayaan Terhadap Kepuasan Kerja Karyawati Call Center di PT “X” Surabaya
Mei Rahmi Wuri W & Dwiarko Nugrohoseno **121-127**
5. Pengaruh Harga dan Persepsi Atribut Produk Terhadap Keputusan Pembelian Sepatu Converse (Studi Kasus di Darmo Trade Center Surabaya)
Putu Herry Sunarya & Septa Dian Megasari **128-138**
6. Hubungan Program Pendidikan dan Pelatihan dengan Kinerja Karyawan Administrasi Pada Universitas Tribhuwana Tungadewi Malang
Gunawan Eko Nurtjahjono **139-149**
7. Pengaruh Ketidakpastian Lingkungan dan Karakteristik Informasi Akuntansi Manajemen Terhadap Kinerja Manajerial (Studi Pada Perusahaan BUMN di Jawa Timur)
Reni Dwijayanti & Heri widodo **150-158**
8. Budaya Organisasi dalam Meningkatkan Kinerja Karyawan
Laksmi Kusumawardani **159-166**
9. Manajemen E-Government dalam Rangka *Capacity Building* Birokrasi di Indonesia
Chazienul Ulum **167-172**

EFEKTIVITAS STRATEGI *HEDGING* MENGGUNAKAN KONTRAK INDEKS LQ45 *FUTURES* DALAM MEMINIMALISASI RISIKO SISTEMATIS PORTOFOLIO

NADIA ASANDIMITRA HARYONO¹

M. RIADHOS SOLICHIN²

E-mail: nadiaasandimitra@yahoo.com

Abstract

Investor can make hedging to the systematic risk or market risk by using LQ45 index futures contract whose value comparable to the share portfolio value they have. This research had the purpose to prove used the LQ45 index futures contract in minimize the portfolio systematic risk. In this research used LQ45 index as the proxy on the portfolio have been properly diversified. Data used in this research were LQ45 index daily value data and the daily closing price of LQ45 index futures with 2004-2005 research period. Testing was conducted by comparing the portfolio return hedged variance to the portfolio return unhedged variance. Calculation of hedging effectiveness used LQ45 index futures contract as much as -9%, negative hedging effectiveness calculation due to the portfolio return hedged variance larger than portfolio return unhedged variance or, in the other words the risk in the futures market was larger than the risk in the spot market. Thus, the LQ45 index futures contract was ineffective to use as the hedging strategy in minimize the portfolio systematic risk.

Keywords: *hedging effectiveness, portfolio return hedged variance, portfolio return unhedged variance.*

PENDAHULUAN

Investor atau *fund manager*, baik individual maupun institusional, memiliki sejumlah besar portofolio saham yang dihadapkan pada risiko pasar secara keseluruhan. Risiko saham tercermin pada variabilitas pendapatan saham, baik secara individual maupun secara keseluruhan di pasar modal. “Besarnya kecilnya risiko tergantung dari varians pendapatan saham dan risiko ini dinamakan dengan risiko total yang masih terbagi lagi menjadi risiko sistematis dan risiko tidak sistematis” (Mursinto, 1994). Investor dapat melindungi aset yang dikelola dari risiko tidak sistematis melalui diversifikasi portofolio, namun diversifikasi portofolio belum dapat melindungi nilai aset dari risiko sistematis. Investor memerlukan kontrak *futures* indeks saham untuk melindungi aset dari risiko sistematis, yaitu dengan melakukan *hedging* terhadap risiko sistematis atau risiko pasar dengan menjual sejumlah kontrak *futures* yang sepadan dengan portofolio saham yang dikelola (Jones, 2002:499).

Siahaan (2006:75) mengatakan secara teoritis peranan pasar derivatif adalah alat *transfer of risk*. Alat memindahkan risiko dari pelaku ekonomi yang ingin menghindari risiko keuangan kepada pihak yang bersedia menanggung risiko. Seorang investor dapat mengalihkan risiko pasar, harga kurs, dan suku bunga kepada investor lain yang mengharapkan keuntungan dari perubahan harga di bursa berjangka, investor dapat mengalihkan risiko dengan melakukan *hedging*

menggunakan instrumen derivatif. Salah satu instrumen derivatif yang dapat digunakan sebagai alat lindung nilai (*hedging*) portofolio saham adalah kontrak *futures* indeks saham (*stock index futures*). Instrumen ini dipercaya memiliki kemampuan untuk mengurangi risiko yang muncul dari fluktuasi pasar saham. Collins dan Fabozzi (1993:3) berpendapat, “Kegunaan utama kontrak *futures* indeks saham adalah sebagai sarana lindung nilai (*hedging*). Melalui mekanisme *hedging* terjadi pemindahan risiko dari satu pihak ke pihak yang lain”.

Strong (2005:197) mendefinisikan kontrak *futures* indeks saham sebagai perjanjian jual beli satuan indeks tertentu yang telah distandarisasi, pada harga tertentu, pada masa yang akan datang yang waktunya telah ditentukan sebelumnya. Penyelesaian kontrak secara fisik berupa portofolio saham yang membentuk indeks pada saat jatuh tempo tidak pernah terjadi, karena hal tersebut tidak praktis untuk dilakukan. Investor menyelesaikan kontrak dengan membayar sejumlah uang yang setara dengan posisi investor di pasar *futures* pada saat jatuh tempo.

Sebuah kontrak *futures* memungkinkan investor untuk memindahkan sebagian atau keseluruhan risiko yang dihadapi kepada pihak lain yang akan menanggungnya. Kontrak *futures* indeks saham telah membuka peluang-peluang baru dan relatif tidak mahal bagi investor untuk mengelola risiko pasar melalui strategi *hedging* karena biaya transaksi kontrak *futures* secara

¹ Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya

² Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya

umum relatif kecil. Prinsip *hedging* adalah menutupi kerugian posisi awal aset dengan keuntungan dari posisi instrumen *hedging* (Sunaryo, 2007:23). Sebelum melakukan *hedging*, *hedger* hanya memegang portofolio yang terdiri atas aset awal (*unhedged* portofolio), setelah melakukan *hedging*, *hedger* memegang sejumlah aset awal dan sejumlah tertentu instrumen *hedging* atau disebut dengan *hedged* portofolio. Investor harus mampu untuk menentukan posisi dalam aset *hedging*, dalam hal ini adalah kontrak *futures* indeks saham, agar keuntungan atau kerugian yang dihasilkan dari aset *hedging* tersebut menyetarakan keuntungan atau kerugian yang dihasilkan akibat perubahan nilai portofolio saham di pasar *spot*. Kemampuan menentukan posisi dalam aset *hedging* penting untuk dipertimbangkan, sebab perubahan harga *futures* secara umum memiliki korelasi yang tinggi terhadap perubahan harga portofolio saham. Strategi *hedging* akan efektif jika perubahan harga *spot* dan *futures* saling menyetarakan (Floros dan Vougas, 2006:15).

Di Indonesia, instrumen derivatif yakni kontrak berjangka (*futures*) pertama kali diluncurkan oleh PT. Bursa Efek Surabaya dengan mengeluarkan produk LQ45 *futures* sebagai *underlying* indeks pertama dan mulai diperdagangkan pada tanggal 13 Agustus 2001. Kontrak indeks LQ45 *futures* merupakan kontrak berjangka dengan *underlying* asetnya adalah indeks LQ45 pada Bursa Efek Jakarta. Keberadaan sekuritas derivatif di Indonesia, khususnya kontrak berjangka indeks saham LQ45 menimbulkan berbagai tanggapan pro dan kontra (Sembel dan Fardiansyah, 2002:38). Pihak yang bersikap pro optimis terhadap manfaat lindung nilai terhadap risiko kerugian di pasar saham yang ditawarkan kontrak berjangka indeks LQ45. Masih menurut Sembel dan Fardiansyah (2000:38), pihak yang kontra berpendapat bahwa transaksi dengan menggunakan kontrak berjangka indeks LQ45 merupakan *zero-sum-game* yaitu transaksi yang dimaksudkan tidak memiliki nilai tambah, karena keuntungan di satu pihak merupakan kerugian di pihak lain yang bila dijumlahkan akan bernilai nihil.

Penelitian ini berusaha untuk menjawab pertanyaan apakah kontrak indeks LQ45 *futures* efektif digunakan sebagai strategi *hedging* untuk meminimalisasi risiko portofolio. Penelitian ini membandingkan varians antara portofolio murni (*unhedged* portofolio) dengan portofolio yang telah dilindungi (*hedged* portofolio) untuk mengukur efektivitas *hedging* dalam mempengaruhi risiko sistematis portofolio. Varians adalah alat ukur risiko total portofolio.

Gabungan dari risiko sistematis dan risiko tidak sistematis didefinisikan sebagai risiko total atau risiko portofolio (Mayo, 2003:156). Portofolio yang digunakan dalam penelitian ini diasumsikan telah terdiversifikasi dengan sempurna dan mencerminkan indeks pasar, sehingga risiko tidak sistematis telah dihilangkan dan menjadi tidak relevan bagi investor (Reilly dan Brown, 2003:247). Pada penelitian ini menggunakan pendekatan perbandingan varians antara *unhedged* portofolio dan *hedged* portofolio sebagai cerminan perbandingan risiko sistematis kedua portofolio. Efektifitas strategi *hedging* dalam mengurangi risiko sistematis dapat diketahui dari perbandingan kedua varians tersebut. Dalam penelitian ini portofolio diasumsikan telah terdiversifikasi dengan baik, sehingga portofolio yang diuji memiliki risiko nonsistematis mendekati nol. Pada penelitian ini menggunakan Indeks LQ45 sebagai *proxy* portofolio yang terdiversifikasi dengan baik dengan kontrak indeks LQ45 *futures* sebagai instrumen *hedging*. Periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2004 dan 2005 alasan penggunaan periode tersebut karena pada tahun tersebut telah terjadi kenaikan dan penurunan volume serta frekuensi perdagangan kontrak berjangka indeks LQ45 *futures*.

Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Lan (2000) dengan menggunakan *Kuala Lumpur Stock Exchange Composite Index* (KLSE CI) *futures* di Malaysia. Lan membuktikan bahwa penggunaan KLSE CI *futures* sebagai sarana *hedging* untuk mengurangi risiko sistematis tidak efektif. Penelitian lain dilakukan oleh Floros dan Vougas (2006) yang menguji efektivitas *hedging* di pasar *futures* Yunani. Penelitian ini menggunakan indeks *Athens Stock Exchange-20* (ASE-20) sebagai *proxy* portofolio dengan kontrak *futures Athens Derivatives Exchange* (ADEX) sebagai instrumen *hedging*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa penggunaan kontrak *futures* indeks saham dapat mengurangi risiko sistematis portofolio dengan efektif. Penelitian serupa juga dilakukan Kumar, dkk. (2008) yang menguji efektifitas *hedging* menggunakan *stock index futures on S&P CNX Nifty* dan komoditas emas serta kedelai di pasar *futures* India. Penelitian ini menyimpulkan bahwa penggunaan kontrak indeks *futures* saham efektif dalam mengurangi risiko sistematis pada pasar saham dan komoditas di India.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif karena penelitian ini dilakukan untuk mengetahui nilai dari suatu variabel yang dalam hal ini adalah varians *hedged* dan *unhedged*

portofolio. Dimana tujuannya adalah untuk mengetahui berapa besar risiko sistematis pada masing masing portofolio atau dapat digunakan untuk mengetahui ukuran risiko sistematis pada pasar *spot* dan *futures*. Data yang digunakan dalam penelitian ini tergolong data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia.

Variabel yang digunakan adalah sebagai berikut :

1. Varians *return unhedged* portofolio

$$\text{Var}(u) = \sigma_s^2$$

Keterangan :

$\text{Var}(u)$ = varians *return unhedged* portofolio

σ_s^2 = varians *return* pasar *spot* (indeks LQ45)

2. Varians *return hedged* portofolio

$$\text{Var}(h) = \sigma_s^2 + h^2\sigma_f^2 - 2h\sigma_{s,f}$$

Keterangan :

$\text{Var}(h)$ = varians *return hedge* portofolio

σ_s^2 = varians *return* pasar *spot* (indeks LQ45)

σ_f^2 = varians *return* pasar *futures* (indeks LQ45 *futures*)

h = *hedge ratio*

$\sigma_{s,f}$ = *covarians* antara *return spot* dengan *return futures*

Efektivitas *hedging* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Floros dan Vougas, 2006:10) :

$$E = \frac{\text{Var}(u) - \text{Var}(h)}{\text{Var}(u)}$$

Populasi dalam penelitian ini yaitu data perdagangan kontrak berjangka indeks LQ45 *futures* dan indeks saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia, yakni :

1. Nilai harian indeks LQ45 periode 2004 - 2005
2. Harga penutupan indeks LQ45 *futures* periode 2004 - 2005

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penghitungan varians masing-masing portofolio dilakukan untuk menilai seberapa besar risiko pada masing-masing portofolio baik itu *unhedged* portofolio maupun *hedged* portofolio.

Varians *return* adalah alat ukur risiko portofolio. Selama tahun 2004 terlihat jelas dalam tabel di atas bahwa rata-rata varians *return hedged* portofolio lebih besar daripada varians *return* bulanan *unhedged* portofolio. Penghitungan varians *return* bulanan pada tahun 2004 menunjukkan hasil yang kurang konsisten. Inkonsistensi hasil penelitian tersebut terlihat pada varians *return* bulan Agustus dan November 2004, varians *return* bulanan *hedged* portofolio

lebih kecil dari varians *return* bulanan *unhedged* portofolio sehingga strategi *hedging* bisa efektif dilakukan pada bulan tersebut karena telah memenuhi syarat *hedging* dimana risiko pada pasar *futures* lebih rendah daripada risiko portofolio pada pasar *spot*.

Tabel 1.
Rata-rata Varians Return Bulanan

Bulan	2004		2005	
	<i>Unhedged</i> Port.	<i>Hedged</i> Port.	<i>Unhedged</i> Port.	<i>Hedged</i> Port.
Jan	8.84	10.08	4.81	6.40
Feb	5.56	6.02	4.64	6.59
Mar	7.40	7.71	10.49	11.42
Apr	7.57	8.33	30.45	31.82
Mei	28.50	30.39	5.92	6.67
Jun	4.32	4.39	18.22	18.34
Jul	4.13	4.34	5.06	5.25
Agu	2.09	1.95	23.04	24.64
Sept	3.80	4.15	17.90	21.18
Okt	5.31	5.58	4.59	5.61
Nov	3.47	3.43	22.97	24.17
Des	7.37	8.70	15.39	16.45

Varians *return* bulanan *hedged* portofolio dan varians *return* bulanan *unhedged* portofolio tertinggi pada tahun 2004 terjadi pada bulan Mei, yakni sebesar 30,39 dan 28,50; hal ini menunjukkan bahwa risiko yang dihadapi oleh investor pada bulan tersebut cukup besar. Sedangkan varians *return* bulanan masing-masing portofolio terendah pada bulan Agustus 2004 yakni sebesar 1,95 dan 2,09. Sedangkan strategi *hedging* tidak efektif untuk dilakukan diluar bulan Agustus dan November 2004 karena risiko portofolio yang dilindungi nilainya lebih besar daripada risiko portofolio yang tidak dilindungi nilainya.

Penghitungan varians *return* bulanan pada tahun 2005 menunjukkan hasil yang konsisten, dimana besaran varians *return* bulanan *hedged* portofolio lebih besar daripada varians *return* bulanan *unhedged* portofolio. Sehingga strategi *hedging* tidak efektif untuk dilakukan karena risiko portofolio yang dilindungi nilainya lebih besar daripada risiko portofolio yang tidak dilindungi nilainya.

Dari penghitungan rata-rata *return* bulanan masing-masing portofolio tahun 2004-2005 diketahui bahwa jika *return* bulanan baik itu *return* bulanan *hedged* maupun *unhedged* portofolio pada bulan-bulan tertentu menghasilkan *return* negatif (*capital loss*), dapat kita lihat bahwa varians-nya pada bulan-bulan tersebut relatif besar. Berarti dapat diartikan bahwa

semakin besar risiko yang dihadapi maka semakin kecil kesempatan untuk memperoleh *return* yang lebih besar (*capital gain*) atau justru malah akan mengalami kerugian (*capital loss*).

Penghitungan total varians masing-masing portofolio baik itu *hedged* maupun *unhedged* portofolio dari tahun 2004 sampai 2005 meningkat sekitar 50%, pada tahun 2004 kondisi perekonomian Indonesia mendapatkan sinyal positif dari terpilihnya presiden melalui pemilihan umum secara langsung, sehingga hal ini berdampak pada kinerja perdagangan saham di BEJ yang menyebabkan pola transaksi perdagangan pada pasar berjangka di BES yakni kontrak indeks LQ45 *futures* turut mengalami peningkatan. Sedangkan pada tahun 2005 dimana kondisi perekonomian Indonesia agak sedikit mengalami penurunan akibat inflasi November 2005 berada pada level yang cukup tinggi hal ini mengindikasikan bahwa tingkat inflasi yang merupakan bagian dari risiko sistematis yang dihadapi oleh investor semakin tinggi, sehingga hal tersebut juga mempengaruhi pola transaksi perdagangan baik pada pasar *spot* dan *futures*.

Setelah menghitung varians *return* bulanan masing-masing portofolio kemudian menghitung rata-rata varians *return* masing-masing portofolio selama 2 tahun, penghitungan rata-rata varians *return* didapat hasil rata-rata varians *return* *unhedged* portofolio sebesar 10,49 dan rata-rata varians *return* *hedged* portofolio sebesar 11,39. Dari penghitungan tersebut diketahui bahwa risiko sistematis pada pasar berjangka (*futures*) lebih besar dari risiko sistematis pada pasar *spot* selama periode penelitian yakni tahun 2004 sampai 2005. Setelah menghitung rata-rata varians *return* masing-masing portofolio maka efektivitas *hedging* dapat dihitung, efektivitas *hedging* dihitung dengan cara pengurangan antara varians *return* *unhedged* portofolio dengan varians *return* *hedged* portofolio, kemudian dibagi dengan varians *return* *unhedged* portofolio.

Tabel 2.
Efektivitas Hedging Menggunakan Kontrak Indeks LQ45 Futures

	<i>Unhedged</i> Portofolio	<i>Hedged</i> Portofolio
Rata-rata Varians	10,49	11,39
<i>Hedging Effectiveness</i>	-9%	

Sumber : diolah penulis

Penghitungan efektivitas *hedging* dengan menggunakan kontrak indeks LQ45 *futures*

sebagai instrumen *hedging* menghasilkan tingkat efektivitas sebesar -9%. Hasil penghitungan efektivitas *hedging* negatif, karena varians *return* *unhedged* portofolio lebih kecil dari varians *return* *hedged* portofolio. Hal tersebut menunjukkan bahwa strategi *hedging* yang dilakukan tidak efektif karena justru menambah risiko sistematis portofolio yang dimiliki oleh investor pada pasar *spot* sebesar 9%. Besaran efektivitas *hedging* jika menghasilkan hasil yang positif, maka strategi *hedging* dapat dikatakan efektif karena strategi *hedging* dapat mengurangi risiko portofolio pada pasar *spot* sebesar persentase tingkat efektivitas yang dihitung dan sebaliknya jika hasil yang didapat negatif maka strategi *hedging* dikatakan tidak efektif karena justru menambah risiko portofolio pada pasar *spot*.

Kontrak *futures* indeks saham merupakan sebuah instrumen yang dapat digunakan untuk melindungi nilai sebuah portofolio saham dari risiko sistematis portofolio (Hull, 2002:94). Melalui strategi *hedging* menggunakan kontrak *futures* indeks saham, keuntungan atau kerugian yang diperoleh di pasar *spot* akan disetarakan oleh keuntungan atau kerugian yang diperoleh di pasar *futures*. Seorang *hedger* dapat mengalihkan risiko pasar kepada spekulator yang mengharapkan keuntungan dari perubahan harga di Bursa Berjangka dengan melakukan *hedging* menggunakan kontrak *futures*.

Hasil penelitian yang dikemukakan di atas menunjukkan bahwa risiko portofolio yang sudah dilindungi nilainya (*hedged portofolio*) lebih besar daripada risiko portofolio yang tidak dilindungi nilainya (*unhedged portofolio*). Kesimpulan ini diambil karena dalam penelitian ini ditemukan bahwa varians *return* bulanan *hedged* portofolio lebih besar daripada varians *return* bulanan *unhedged* portofolio.

Portofolio yang digunakan dalam penelitian ini diasumsikan telah terdiversifikasi dengan sempurna dan mencerminkan indeks pasar, sehingga risiko tidak sistematis dianggap tidak relevan. Risiko total portofolio yang terdiversifikasi dengan sempurna mencerminkan risiko sistematis portofolio. Penelitian ini menunjukkan bahwa strategi *hedging* menggunakan kontrak indeks LQ45 *futures* tidak dapat meminimalisasi risiko sistematis portofolio. Hasil penelitian ini mengindikasikan efektivitas *hedging* menggunakan kontrak indeks LQ45 *futures* tidak efektif, karena varians *return* portofolio diasumsikan mencerminkan beta portofolio yang merupakan ukuran dari risiko sistematis.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Floros dan

Vougas (2006) serta penelitian yang dilakukan oleh Kumar dkk. (2008). Penelitian yang mereka lakukan menyimpulkan bahwa penggunaan kontrak *futures* indeks saham dapat mengurangi risiko sistematis portofolio bahkan dalam penelitian Kumar dkk. (2008) di India menghasilkan tingkat efektivitas *hedging* yang sangat tinggi sebesar 90% dalam mengurangi risiko sistematis portofolio. Efektivitas *hedging* menggunakan kontrak *futures* indeks saham efektif karena varians *return* portofolio yang di-*hedge* cenderung lebih kecil dari varians *return* portofolio yang tidak di-*hedge*, sehingga kerugian portofolio yang dialami pada pasar *spot* akan dapat dikompensasi oleh keuntungan portofolio yang dimiliki di pasar *futures*. Penggunaan kontrak *futures* indeks saham efektif digunakan sebagai strategi *hedging* juga disebabkan instrumen derivatif tersebut di negara-negara asal peneliti telah ada cukup lama dan terdiri dari berbagai macam instrumen derivatif selain kontrak *futures* indeks saham sehingga tingkat likuiditasnya cukup tinggi dan investor cukup banyak memiliki pilihan untuk bertransaksi lindung nilai (*hedging*).

Namun hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Lan (2000) di Malaysia. Lan menyimpulkan bahwa penggunaan *futures* KLSE *Composite Index* dalam portofolio tidak dapat secara signifikan mengurangi risiko portofolio karena varians *return* portofolio yang di-*hedge* cenderung lebih besar dari varians *return* portofolio yang tidak di-*hedge*. Sehingga penambahan kontrak *futures* dalam portofolio yang diteliti oleh Lan justru cenderung meningkatkan risiko portofolio daripada mengurangi risiko portofolio. Penggunaan *futures* KLSE *Composite Index* tidak efektif digunakan sebagai strategi *hedging* juga disebabkan instrumen derivatif tersebut masih baru diluncurkan di Malaysia sehingga investor masih belum banyak yang tahu dan tingkat likuiditasnya masih rendah.

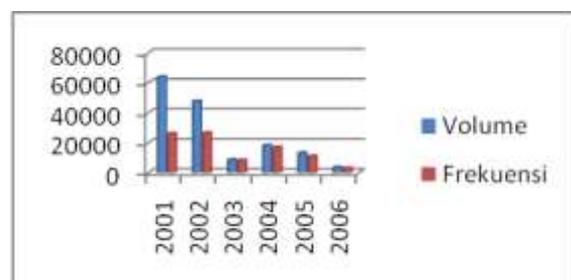
Karakter investor Indonesia yang dominan memiliki karakter *risk averter* yang sangat rentan akan pengaruh risiko sistematis terutama karena *news*, gejala sosial politik dan indeks harga saham pada bursa efek (Sudarsono dan Suryanto, 2005:89) turut mempengaruhi perkembangan perdagangan kontrak indeks LQ45 *futures*, dimana karakter *risk averter* lebih menyukai alternatif investasi yang lebih aman dari risiko walaupun *return* yang diharapkan tidak terlalu tinggi. Varians *return* yang lebih kecil mengindikasikan risiko yang lebih kecil sehingga investor yang memiliki karakter *risk averter* lebih menyukai investasi dengan risiko yang lebih kecil

atau dengan kata lain investor lebih menyukai investasi di pasar *spot* daripada investasi di pasar *futures* menggunakan instrumen derivatif kontrak indeks LQ45 *futures*.

Di Indonesia perdagangan instrumen derivatif pada BEI stagnan dan kurang berkembang, kemungkinan penyebab lambatnya perkembangan pasar derivatif di Indonesia dewasa ini adalah karena masih banyak anggapan perdagangan derivatif adalah judi (Siahaan, 2006:102). Perdagangan instrumen derivatif juga menimbulkan perdebatan di masyarakat. Akar masalahnya tidak lain adalah sisi negatif karena banyak yang berpendapat bahwa instrumen derivatif digunakan sebagai ajang spekulasi yang menjurus ke perjudian (Sembel dan Ferdinansyah, 2002 : 34).

Penelitian ini dapat menunjukkan mengapa perkembangan transaksi perdagangan kontrak indeks LQ45 *futures* mengalami pola yang terus menurun selama enam tahun sejak produk kontrak indeks LQ45 *futures* mulai diperdagangkan di PT. BES. Penurunan terjadi baik dari sisi volume transaksi perdagangan yakni jumlah kontrak yang diperdagangkan pada hari penyelesaian perdagangan maupun dari sisi frekuensi transaksi perdagangan yang menunjukkan banyaknya transaksi yang terjadi selama periode perdagangan.

Perkembangan Volume dan Frekuensi Transaksi Kontrak Indeks LQ45 *Futures* di BES



Sumber : Statistik Pasar Modal, diolah.

Dari kedua indikasi penurunan volume dan frekuensi perdagangan tersebut diatas dapat diketahui bahwa investor sudah tidak tertarik lagi untuk berinvestasi menggunakan produk derivatif kontrak indeks LQ45 *futures* tersebut, karena strategi *hedging* tidak efektif untuk dilakukan karena risiko yang akan dihadapi justru semakin besar. Hal tersebut ditambah dengan minimnya likuiditas karena transaksi tahunan kontrak indeks LQ45 *futures* yang terus menurun bahkan bisa dikatakan transaksi perdagangan kontrak indeks LQ45 *futures* dengan *underlying asset* 45 saham unggulan stagnan, sehingga pada gilirannya para

pemodal dan para pelaku pasar lainnya tidak memiliki cukup banyak peluang untuk bertransaksi lindung nilai (*hedging*).

Tabel 3.
Perkembangan Nilai Transaksi
Kontrak Indeks LQ45 Futures di BES

Tahun	Nilai (Rp. M)
2001	525,71
2002	1.458,20
2003	509,47
2004	2.199,19
2005	1.668,99
2006	574,65

Sumber : Statistik Pasar Modal, diolah penulis

Penetrasi dan inovasi produk derivatif di Indonesia cukup lemah, hal ini tercermin dari masih minimnya instrumen investasi baru yang diluncurkan pasca merger Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Padahal, instrumen derivatif yang kini ada dilantai bursa sendiri kurang begitu diminati. Hal tersebut berkebalikan dengan fenomena lantai bursa di sejumlah negara maju. Pasar saham di negara maju telah banyak mengembangkan produk-produk investasi, termasuk instrumen derivatif sehingga para pemodal dan para pelaku pasar lainnya memiliki ketersediaan pilihan yang cukup banyak terhadap instrumen lindung nilai, apalagi ditengah kondisi pasar yang masih dalam volatilitas tinggi seperti yang terjadi sekarang ini. Diharapkan dengan adanya instrumen derivatif baru para pelaku pasar dapat mengantisipasi secara cermat akan potensi kerugian yang akan dihadapi.

KESIMPULAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka hasil penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Hasil penelitian ini menemukan bahwa varians *return hedged* portofolio lebih besar dari varians *return unhedged* portofolio. Hasil penghitungan varians *return hedged* portofolio sebesar 11,39 dan varians *return unhedged* portofolio sebesar 10,49.
2. Kontrak indeks LQ45 *futures* merupakan sebuah instrumen yang dapat digunakan untuk melakukan strategi *hedging* (lindung nilai), terbukti tidak efektif. Hal ini ditunjukkan dengan hasil penghitungan efektivitas *hedging* sebesar -

9%. Besaran efektivitas *hedging* jika menghasilkan hasil yang negatif, maka strategi *hedging* dikatakan tidak efektif dalam meminimalisasi risiko sistematis portofolio, karena justru menambah risiko portofolio pada pasar *spot*.

Saran

Saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini adalah :

1. Investor dalam melakukan strategi lindung nilai (*hedging*) menggunakan instrumen derivatif sebagai sarana lindung nilai terhadap risiko sistematis atas portofolio yang dimiliki, hendaknya memperhatikan dan menganalisa seberapa besar risiko yang akan dihadapi dan tingkat likuiditas instrumen derivatif yang akan digunakan untuk strategi *hedging*.
2. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan metode pengukuran efektivitas *hedging* yang lain untuk menghasilkan hasil yang lebih baik.
3. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menghitung efektivitas *hedging* menggunakan instrumen derivatif lainnya, misalnya Kontrak Opsi Saham (KOS) di BEI atau Kontrak *Futures* Komoditas pada bursa berjangka Jakarta (BBJ).

DAFTAR ACUAN

- Allen, Linda. 1997. *Capital Markets and Institutions : A Global View*. United States : John Willey & Sons, Inc.
- Arifin, Ali. 2004. *Membaca Saham*. Yogyakarta : Penerbit Andi.
- Arikunto, Suharsimi. 2006. *Prosedur Penelitian*. Jakarta : PT Rineka Cipta.
- Bodie, Zvi and Kane. Alex. 2006. *Investment*. Jakarta : Salemba Empat.
- Campbell, Tim S. Kracaw, William A. 1999. *Financial Institutions and Capital Markets*. United States : Harper Collins College Publishers.
- Collins, B.M. and Fabozzi, F.J. 1999. *Derivatives and Equity Portofolio Management*. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates.
- Floros, C. and Dimitros V.V. 2006. Hedging Effectiveness in Greek Stock Index Future Market 1999-2001. *International Research Journal of Finance and Economics*. (online). (<http://www.eurojournal.com/finance.htm>, diakses 4 oktober 2008).
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi*. Edisi dua. Jakarta : Salemba Empat.

- Hanafi, M. Mamduh. 2006. *Manajemen Risiko*. Yogyakarta : UPP STM YKPN.
- Hinsa, Siahaan. 2006. Perkembangan Peranan Pasar Derivatif Membantu Peningkatan Efisiensi Pasar Keuangan Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Moneter*. Volume 9 Nomor 3, (<http://www.google.com>, diakses 5 Oktober 2008).
- Hinsa, Siahaan. 2007. Analisa Risiko dan Pengembalian Satu Saham dan Analisa Risiko Dua saham. *Jurnal Keuangan dan Moneter*. (<http://www.google.com>, diakses 26 Oktober 2008).
- Hinsa, Siahaan. 2008. *Instrumen Derivatif*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Hull, J.C.2002. *Fundamentals of Futures and Option Market*. Fourth Edition. United States: Prentice Hall.
- Husnan, Suad. 1993. *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua. Yogyakarta : UPPAM YKPN.
- Jamil, Muhammad. 2004. Mispricing Antara Index LQ45 Futures Dengan Index LQ45 Untuk Strategi Arbitrage. *Media Ekonomi*. Vol. 15, No. 24. Universitas Muhammadiyah Malang.
- Jones, C.P. 2002. *Investment : Analysis and Management*. Eight Edition. New York : John Willey & Sons, Inc.
- Kumar, Brajesh. Singh, P. dan Panday, A. 2008. Hedging Effectiveness of Constant and Time Varying Hedge ratio in India Stock and Commodity Futures Market. *Journal*. Indian Institute of Management Ahmedabad India. (<http://www.google.com>, diakses 4 Oktober 2008).
- Lan, Chong Yee. 2000. Minimizing Portfolio Risk Through Stock Index Futures. (Online). *Dissertation*. Faculty of Business Administration. University Tun Abdul Razak. (<http://www.google.com>, diakses 4 Oktober 2008).
- Linawati, Lisa Utomo. 2000. Instrumen Derivatif: Pengenalan Dalam Strategi Manajemen Risiko Perusahaan. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. Vol. 2, No. 1, (<http://www.google.com>, diakses 25 September 2008).
- Marsinto, Djoko. 1994. Dampak Risiko Sistematis Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Majalah Ekonomi Tahun III, No. 12*. Universitas Airlangga Surabaya.
- Mayo, H.B. 2003. *Investment: an Introduction*. Seventh Edition. United States : South-Western.
- Pennings, Joost M.E. and Meulenbergh, Matthew T.G. 1997. The Hedging Performance in New Agricultural Futures Markets : A Note. *Journal of Agribusiness*. Vol. 13 No. 3. (<http://www.google.com>, diakses 4 Oktober 2008).
- Rahman, Abdulah. 2005. Analisis Portofolio pada Saham LQ45 dengan Pemograman Linear. *Jurnal Ekonomi Perusahaan*. Vol. 12 No. 2. Jakarta : Institut Bisnis dan Informatika Indonesia.
- Reilly, F.K. and K.C. Brown. 2003. *Investment Analysis and Portfolio Management*. Seventh Edition. United States : South Western.
- Readhead, Keith. 1995. *Introduction to Financial Investment*. Great Britain : Prentice Hall.
- Sembel, R dan T. Ferdinansyah. 2002. *Sekuritas Derivatif, Madu atau Racun?*. Edisi Pertama. Jakarta : Salemba Empat.
- Sudarsono dan Suryanto. 2005. News, Gejala Sosial-Politik dan Indeks Harga Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 7 No. 2. (<http://www.google.com>, diakses 4 Oktober 2008).
- Sugiyono. 2005. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : CV Alfabeta.
- Sunaryo, T. 2007. *Manajemen Risiko Finansial*. Jakarta : Salemba Empat.
- Strong. R.A. 2005. *Derivatives : An Introduction*. United States : South Western.
- Usman, Marzuki. dkk. 1997. *Pengetahuan Pasar Modal*. Jakarta : IBI.
- www.bapepam.co.id
www.idx.co.id