

Pasar Modal

Dan Manajemen Portofolio



Dr. Sudirman, S.E., M.Si. yang memiliki dua orang anak, Andi Julia Junus dan dikaruniai tiga orang cucu, yaitu Andi Najwa Salsabila, Andi Hanin Asakha, dan Andi Aqilah Ihsatunniza. Saat ini adalah Dosen Tetap pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Sultan Amai Gorontalo. Ia meraih gelar Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi di STIE-YPUP Makassar tahun 2001, Program Akta Mengajar Empat (IV) tahun 2003 di Universitas Negeri Makassar; Magister (S2) tahun 2005 di Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar, dan Doktor (S3) tahun 2013 di almamater yang sama. Ia juga pernah mengajar di beberapa Perguruan Tinggi Swasta, seperti: Universitas Veteran Republik Indonesia (UVR) Makassar, Universitas Muhammadiyah (Ummuhid) Makassar, SITE Lasaran Garden Makassar, dan Universitas Islam Gorontalo.

Penulis aktif pada beberapa organisasi profesi, seperti Direktur Eksekutif Darma Nusantara Indonesia Institut (DANIAI), Jurnalis Pasar Modal Indonesia; Direktur Eksekutif Pusat Studi Pengelolaan Keuangan Daerah dan Ekonomi Kerakyatan Makassar; Pengurus Ikatan Ahli Ekonomi Islam (IAEI) Wilayah Gorontalo; Pengurus Masyarakat Ekonomi Syariah (MES) Wilayah Gorontalo. Selain itu aktif pula dalam berbagai seminar, lokakarya, workshop, dan forum diskusi bertaraf nasional maupun internasional, baik sebagai narasumber maupun peserta.

Berbagai karya tulis telah dihasilkan, baik berbentuk penelitian, jurnal maupun buku, antara lain: (a) Obligasi Syariah: Prospek dan Tantangannya di Indonesia; (b) Pengaruh Jumlah Uang Beredar dan Inflasi terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia; (c) Pengaruh Suku Bunga Deposito terhadap Kinerja Pasar Modal Indonesia; (d) Pengaruh Perubahan Investasi Asing terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia; (e) Pengaruh Nilai Tukar Rupiah Tengah US Dollar terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia.



Dr. Sudirman, S.E., M.Si.

Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio

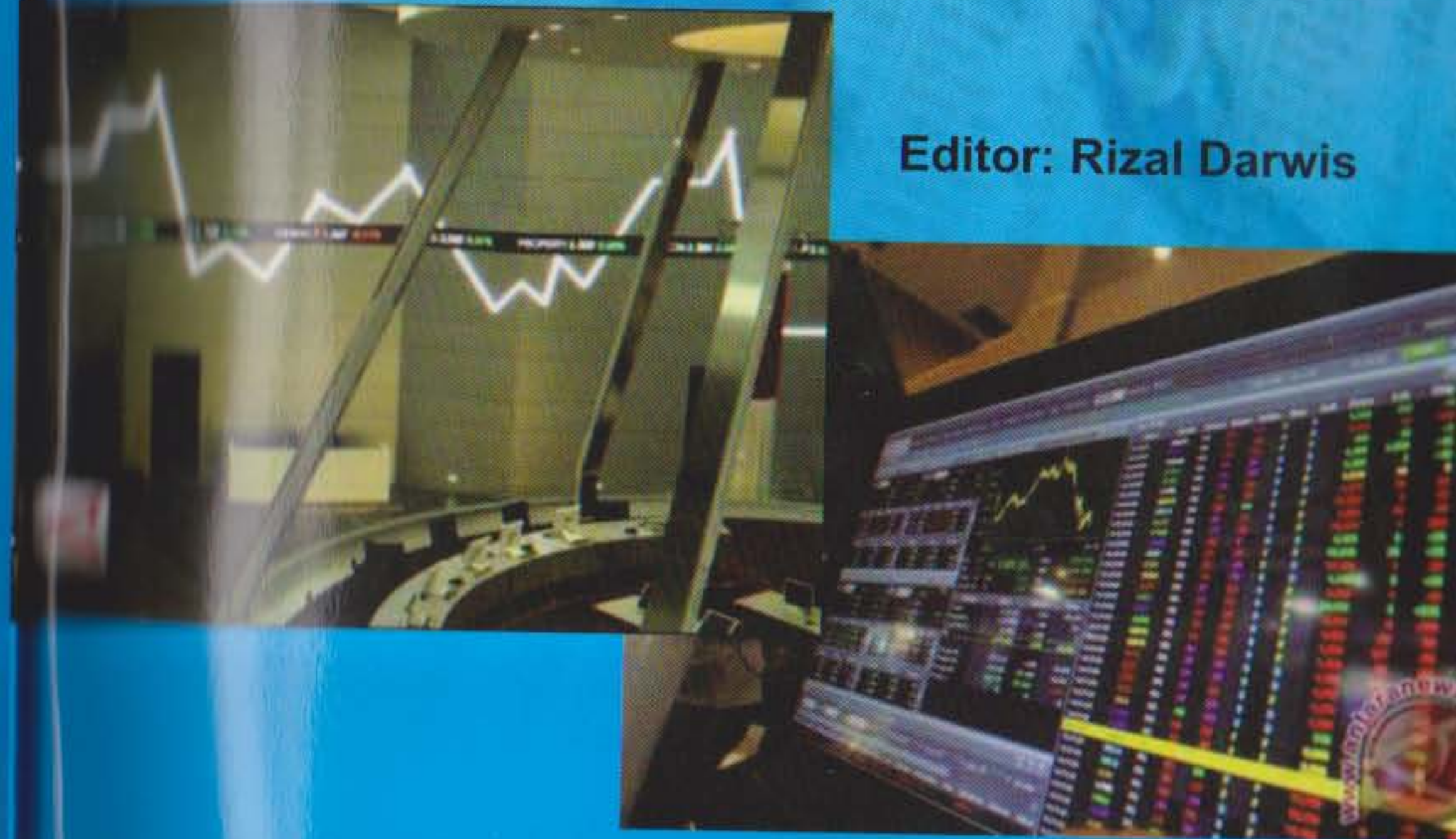


Dr. Sudirman, S.E., M.Si.

Pasar Modal

Dan Manajemen Portofolio

Editor: Rizal Darwis



Sultan Amai Press
IAIN Sultan Amai Gorontalo
2015

Dr. Sudirman, S.E., M.Si.

Pasar Modal dan Manajemen Portofolio

Editor: Rizal Darwis

Sultan Amai Press
IAIN Sultan Amai Gorontalo



Pasar Modal dan Manajemen Portofolio

Penulis:

Dr. Sudirman, S.E., M.Si.

Editor:

Rizal Darwis

All right reserved

@ Hak cipta dilindungi undang-undang

*Dilarang memperbanyak sebagian atau seluruh isi buku ini
dalam bentuk apapun tanpa izin tertulis dari penulis*

ISBN: 978-979-155-877-3

Penerbit:

Sultan Amai Press

IAIN Sultan Amai Gorontalo

Jl. Sultan Amai No. 1 Kel. Pone

Kec. Limboto Barat Kab. Gorontalo

Telp. (0435) 822725/880251, Fax. (0435) 882398/821942

Email: sultanamaipress@gmail.com

PENGANTAR PENULIS

Puji syukur kehadiran Allah swt. atas karunia dan kekuatan yang diberikan-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan buku ini. Begitu pula selawat dan salam tetap tercurahkan keharibaan Nabi Muhammad saw., Nabi yang menjadi suri teladan bagi umat manusia dan rahmat bagi sekalian alam.

Saat Pasar Modal Indonesia mengalami perkembangan yang cukup pesat karena telah didukung oleh penerapan *national trading system*, sehingga perdagangan Efek dapat dilakukan di seluruh kota, kabupaten, dan propinsi dalam suatu sistem jaringan perdagangan di seluruh Indonesia. Ketersediaan sistem jaringan di seluruh kota di negeri ini akan memudahkan bagi para investor maupun kepada seluruh masyarakat Indonesia untuk melakukan transaksi *portofolio*. Kondisi tersebut akan mempercepat kemakmuran bagi seluruh rakyat Indonesia.

Buku ini membahas tentang seluk beluk pasar modal dan analisis investasi saham serta manajemen investasi *portofolio*. Buku ini sangat penting bagi mahasiswa maupun bagi praktisi pasar modal dalam rangka untuk membuat keputusan berinvestasi *portofolio* di Pasar Modal Indonesia maupun di pasar modal negara-negara lain. Selain membahas tentang pasar modal, buku ini juga membahas tentang manajemen investasi *portofolio*. Buku ini akan memberikan pemahaman yang memadai tentang manajemen investasi *portofolio*, sehingga dapat membantu bagi para investor untuk mengembangkan pola manajemen investasi *portofolio* yang lebih efektif.

Buku ini tidak akan pernah tuntas dan hadir di hadapan pembaca tanpa dukungan dari keluarga, sahabat, dan rekan-rekan seprofesi yang selama ini banyak menginspirasi serta memberikan sumbangsih pemikiran yang begitu bermakna terhadap penulisan buku ini, dan pada kesempatan ini kami menyampaikan ucapan terima kasih kepada seluruh pihak yang telah berkontribusi terhadap penulisan buku ini. Penulis juga menyadari bahwa tulisan ini masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu, sangat diharapkan adanya kritik dan saran dari pembaca yang dapat digunakan sebagai bahan perbaikan penulisan buku ini pada terbitan edisi berikutnya. Terakhir, penulis berharap semoga kehadiran buku ini akan bermanfaat bagi pembaca yang budiman.

Makassar, 10 Mei 2015

Penulis

PENGANTAR EDITOR

Segala puja dan puji bagi Allah yang Mahamengetahui lagi Mahabijaksana yang senantiasa memberi hikmah bagi siapa yang dikehendakinya, maka barangsiapa yang telah diberikan hikmah, maka sungguh ia telah mendapatkan kebaikan dan hidayah. Selawat dan salam tercurahkan kepada Nabi Muhammad saw., Rasul yang termulia, beserta semua keluarganya dan para sahabat serta para pengikut sunnahnya sampai akhir zaman.

Dalam sejarah Pasar Modal, pertumbuhan dan perkembangan Pasar Modal yang marak berakhir pada tahun 1997, dikarenakan bencana krisis moneter yang terjadi. Krisis hebat di bidang moneter pada waktu itu memukul industri jasa keuangan yang kemudian merambat ke sektor riil. Nilai saham-saham perusahaan turun drastis. Akibatnya Pasar Modal Indonesia mengalami koreksi hebat dalam menyesuaikan diri dengan krisis. Perkembangan Pasar Modal pada saat krisis menunjukkan adanya penurunan jumlah emitmen yang layak tampil di papan utama bursa, harga saham anjlok, indeks harga saham turun terus, investor asing berkurang, perusahaan sekuritas Asing pergi. Sektor riil tak mampu bertahan, nilai saham perusahaan-perusahaan terbuka turun drastis.

Namun dari tahun ke tahun pemerintah terus mendorong peningkatan kemajuan Pasar Modal yang modern dan setara dengan yang ada di negara-negara lain. Keseriusan itu ditunjukkan pemerintah Indonesia dengan mengamanatkan kepada penyelenggara negara untuk mengembangkan Pasar Modal yang sehat, transparan dan efisien. Selain itu, pemerintah berupaya untuk mengembalikan perekonomian Indonesia yang terpuruk oleh krisis yang berkepanjangan. Pemerintah mengambil langkah dengan melakukan penyehatan sektor Perbankan, Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dan Badan Usaha Milik Daerah (BUMD) terutama yang usahanya berkaitan dengan kepentingan umum. Kemudian badan usaha milik swasta yang menyerap dana pemerintah diambil alih pengelolaannya oleh pemerintah. Perusahaan swasta yang diambil alih pemerintah, BUMN dan BUMD didorong untuk melakukan privatisasi melalui Pasar Modal.

Akhirnya perkembangan Bursa Efek Indonesia pada 2014 menunjukkan pencapaian positif yang disertai dengan tercatatnya sejumlah rekor baru. Hal ini tidak terlepas dari beberapa inisiatif baru yang dilakukan oleh PT Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk terus meningkatkan kontribusi Pasar Modal terhadap

pertumbuhan ekonomi Indonesia. Bersama seluruh pelaku pasar, beberapa persiapan juga terus dilakukan oleh BEI agar dapat meningkatkan daya saing Pasar Modal Indonesia dalam memasuki Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) tahun 2015 ini.

Buku yang hadir di hadapan pembaca adalah sebuah karya yang sangat penting dibaca untuk mengetahui lebih mendalam tentang seluk beluk Pasar Modal dan manajemen investasi *portfolio*. Buku ini wajib dibaca oleh para praktisi ekonomi, dosen dan mahasiswa yang berkonsentrasi dalam bidang ilmu ekonomi pada khususnya dan bagi masyarakat luas pada umumnya. Selain itu, semoga kehadiran buku ini dapat memberikan kontribusi yang signifikan bagi pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya dalam ilmu perekonomian.

Selamat membaca !!!!

Gorontalo, 17 Juli 2015

Editor

DAFTAR ISI

	Hal.
PENGANTAR PENULIS	iii
PENGANTAR EDITOR	iv
DAFTAR ISI	vi
DAFTAR SINGKATAN	xi
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
 BAB I PERKEMBANGAN PASAR MODAL INDONESIA.....	
A. Pendahuluan	1
B. Kinerja Pasar Modal Indonesia	2
C. Perkembangan Indeks Rata-Rata Saham di Bursa Efek Indonesia	4
D. Faktor Makroekonomi yang Berpengaruh terhadap IHSG....	5
 BAB II PASAR MODAL DAN PENAWARAN UMUM DI PASAR PERDANA	
A. Gambaran Umum Pasar Modal	11
1. Pengertian Pasar Modal	11
2. Jenis Pasar Modal	14
B. Instrumen Pasar Modal	16
1. Saham	16
2. Obligasi	16
3. <i>Option</i>	17
4. <i>Warrant</i>	17
5. <i>Right Issue</i>	19
C. Lembaga yang Mengatur Mekanisme Pasar Modal di Indonesia	23
D. Perkembangan Jumlah Perusahaan yang <i>Listing</i> di Pasar Modal (Bursa Efek Indonesia) dan Mekanisme Perdagangan Saham.....	23
E. Good Corporate <i>Governance</i> (GCG).....	26
1. Pengertian dan Konsep Dasar <i>Good Corporate</i> <i>Governance</i> (GCG)	27
2. Prinsip-Prinsip <i>Good Corporate Governance</i> (GCG)...	
3. Tahap-Tahap Penerapan <i>Good Corporate</i>	

<i>Governance</i> (GCG)	28
4. Tahap Evaluasi.....	29
F. Mikrostruktur Pasar	30
G. Penawaran Umum di Pasar Perdana	34
H. Tahapan Penawaran Umum Saham	37
1. Tahapan Persiapan	37
2. Tahapan Pengajuan Pernyataan Pendaftaran	37
3. Penawaran Umum (Pasar Perdana).....	37
4. Pencatatan Saham di Bursa Efek	38
I. Prosedur Investor Membeli Saham di Pasar Perdana.....	38
J. Proses Pembelian Saham di Pasar Perdana.....	43
K. Pencatatan Saham di Bursa Efek.....	44
L. Keterbukaan Informasi setelah Penawaran Umum	45
 BAB III MANAJEMEN DAN KEPUTUSAN INVESTASI	
A. Pengertian Investasi	47
B. Proses Keputusan Investasi	49
C. Indeks Harga Saham.....	50
D. Jenis-Jenis Indeks Harga Saham di BEI.....	53
E. Tata Cara Perhitungan Indeks Harga Saham	53
F. Pasar Modal dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) ..	60
G. Manfaat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	62
H. Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) (Volatilitas).....	63
I. Analisis Teknikal (<i>Technical Analysis</i>).....	65
J. Analisis Fundamental (<i>Fundamental Analysis</i>).....	67
K. Teori <i>Portofolio</i>	69
L. <i>Expected Return</i> dan Risiko <i>Portofolio</i>	70
 BAB IV ANALISIS SAHAM DAN OBLIGASI	75
A. Tinjauan Umum Saham	75
1. Pengertian Saham.....	76
2. Analisis Saham.....	78
B. Pengaruh Laporan Keuangan Bagi Investor.....	79
C. Tinjauan Umum Analisis Laporan Keuangan.....	79
1. Pengertian Analisis Laporan Keuangan	79

2.	Analisis Rasio Keuangan	79
3.	Rasio Pasar	80
D.	Tinjauan Umum Obligasi	86
1.	Pengertian Obligasi	86
2.	Jenis-Jenis Obligasi.....	86
E.	Karakteristik Obligasi.....	86
F.	Struktur Pasar Obligasi Global	88
G.	Kopur dan Kupon.....	91
H.	Variabel yang Mempengaruhi Kurs Obligasi.....	91
I.	Kurs Obligasi	92
J.	Hubungan Kurs dengan YTM	95
K.	Hubungan Kurs dengan <i>Maturity</i>	96
L.	Hubungan Kurs, YTM, dan <i>Maturity</i>	96
M.	<i>Bond Ratings</i>	97
N.	Manfaat <i>Rating</i> Bagi Investor	98
O.	<i>Bonds Valuation Calender Convention</i>	98
P.	<i>Bonds Valuation</i> Harga dan <i>Accrued Interest</i>	99
Q.	<i>Bonds Valuation Return Yield to Maturity</i>	101
R.	<i>Bonds Valution Return</i>	102
S.	Definisi <i>Rating</i>	103
T.	<i>Measuring Risk</i> Kredit	103
U.	<i>Measuring Risk</i> Suku Bunga	105
V.	<i>Measuring Risk</i> Likuiditas.....	108
W.	Manajemen <i>Portofolio</i> Obligasi.....	109

BAB V MEKANISME TRANSAKSI SAHAM DI PASAR SEKUNDER

A.	Pengertian Pasar Sekunder.....	113
B.	Pelaksanaan Perdagangan	113
C.	Segmen Pasar di Bursa.....	114
D.	Syarat untuk Melakukan Jual Beli Saham di Pasar Sekunder	116
E.	Syarat untuk Menjadi Nasabah di Perusahaan Efek	116
F.	Ketentuan dan Prosedur Transaksi	116
G.	Proses Pembentukan Harga Saham	117
H.	Perubahan Harga Saham	120
I.	Pesanan Nasabah	122
J.	Satuan Perdagangan.....	124
K.	<i>Auto Rejection</i>	124

L.	Pra-Pembukaan.....	125
M.	Pasar Reguler.....	126
N.	Pasar Negosiasi	126
O.	Penghentian Perdagangan Saham (<i>Suspend</i>)	127
P.	Penyelesaian Transaksi.....	127
Q.	Biaya Transaksi	128

BAB VI TEORI PERGERAKAN HARGA SAHAM DAN TEORI *PORTOFOLIO* MODERN

A.	Teori Pergerakan Harga Saham.....	133
1.	Teori <i>Random Walk</i>	133
2.	Teori <i>Elliot Wave</i>	133
B.	Teori <i>Portofolio</i> Modern	137
1.	Model Penentuan Harga Aset.....	137
2.	<i>Portofolio</i> Optimal	137
C.	Membentuk <i>Portofolio</i> Optimal	140
D.	Pemilihan Resiko	141
E.	Cara Mengevaluasi Risiko	141
F.	<i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM).....	141
G.	<i>Arbitrage Pricing Theoiry</i> (APT).....	146
H.	Persamaan <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT) Multifaktor.....	148

BAB VII HARGA SAHAM GABUNGAN DAN FAKTOR MAKRO EKONOMI

A.	Hubungan antara Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan Faktor Makro Ekonomi.....	153
1.	Hubungan Jumlah Uang Beredar dengan IHSG.....	153
2.	Hubungan Inflasi dengan IHSG	155
3.	Hubungan Suku Bunga Deposito dengan IHSG.....	158
4.	Pertumbuhan Investasi Asing terhadap IHSG	162
5.	Hubungan Nilai Tukar Rupiah/US Dollar terhadap IHSG	164
6.	Hubungan Pertumbuhan Ekonomi dengan IHSG.....	168
B.	Pertumbuhan Ekonomi (<i>Economic Growth</i>).....	170
C.	Faktor-Faktor Penentu Pertumbuhan Ekonomi	173

BAB VIII REKSA DANA

- A. Pengertian Reksa Dana..... 175
- B. Tolok Ukur 176
- C. Reksa Dana Dilihat dari *Portofolio* Investasinya 177
- D. Penilaian Kinerja Reksa Dana 178
- E. Model Evaluasi Kinerja 179
 - 1. Treynor’s Model..... 181
 - 2. Sharpe’s Model..... 182
 - 3. Jensen’s Model..... 184
 - 4. Treynor and Black’s Model 186
- F. *Return Portofolio*..... 188
- G. Biaya-Biaya dalam Reksa Dana 189
- H. Tips Memiliki Reksa Dana yang Tepat..... 191

DAFTAR PUSTAKA

TENTANG PENULIS

DAFTAR SINGKATAN

AB	=	Anggota Bursa
AD	=	Anggaran Dasar
APT	=	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
APT	=	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
AS	=	Amerika Serikat
BAE	=	Biro Adminstrasi Efek
BAPEPAM-LK	=	Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan
BEI	=	Bursa Efek Indonesia
BEJ	=	Bursa Efek Jakarta
BES	=	Bursa Efek Surabaya
BKPM	=	Badan Koordinasi Penanaman Modal
BLKL	=	Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya
BPKP	=	Badan Pemeriksa Keuangan dan Pengawas Pembangunan
BUMD	=	Badan Usaha Milik Daerah
BUMN	=	Badan Usaha Milik Negara
CAPM	=	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CAR	=	<i>Capital Adequacy Ratio</i>
CML	=	<i>Capital Market Line</i>
CP	=	<i>Commercial Paper</i>
CPI	=	<i>Consumer Price Index</i>
CR	=	<i>Current Ratio</i>
CSPI	=	<i>Composite Stock Price Indeks</i>
DER	=	<i>Debt to Equality Ratio</i>
DJIA	=	Dow Jones Industrial Average
DTB	=	<i>Decision to Bid</i>
EPS	=	<i>Earning Per Share</i>
FBS	=	<i>Foreign Exchange</i>
FPPS	=	Formulir Pemesanan Pembelian Saham
GCG	=	<i>Good Corporate Governance</i>
GDP	=	<i>Gross Domestic Product</i>
GDP	=	<i>Gross Domestic Product</i>
GNP	=	<i>Gross National Product</i>
HMETD	=	Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu
IC	=	<i>Interest Coverage</i>
IHK	=	Indeks Harga Konsumen
IHSG	=	Indeks Harga Saham Gabungan
IPO	=	<i>Initial Public Offering</i>
JATS	=	Jakarta Autimated Trading System
JII	=	Jakarta Islamic Index

JONEC	= Jakarta Stock Exchange Open Network Environment Client
KPEI	= Kliring Penjaminan Efek Indonesia
KTP	= Kartu Tanda Penduduk
LKP	= Lembaga Kliring dan Penjaminan
LOT	= <i>Letter of Transaction</i>
LPP	= Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian
LQ	= <i>Liquid</i>
NA	= <i>Not Available</i>
NAB	= Nilai Aktiva Bersih
NYSE	= New York Stock Exchange
OECD	= Organization for Economic Co-operation and Development
OJK	= Otoritas Jasa Keuangan
PEFINDO	= Pemeringkat Efek Indonesia
PER	= <i>Price Earning Ratio</i>
PJPP	= Penanggung Jawab Pesanan dan Perdagangan
PP	= Peraturan Pemerintah
PPh	= Pajak Penghasilan
PPI	= <i>Producer Price Index</i>
PT	= Perseroan Terbatas
RDC	= Reksa Dana Campuran
RDPT	= Reksa Dana Pendapatan Tetap
RDPU	= Reksa Dana Pasar Uang
RDS	= Reksa Dana Saham
RDT	= Reksa Dana Terproteksi
RUPS	= Rapat Umum Pemegang Saham
RUPSLB	= Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa
SBI	= Sertifikat Bank Indonesia
SML	= <i>Securities Market Line</i>
SSK	= Surat Saham Kolektif
SUN	= Surat Utang Negara
US	= <i>United State</i>
UU	= Undang-Undang
WAPERD	= Wakil Agen Penjual Efek Reksa Dana
YTM	= <i>Yield to Maturity</i>

DAFTAR TABEL

		Hal.
Tabel 1.1	Perkembangan Kinerja Pasar Modal Indonesia (Bursa Efek Indonesia) Tahun 1999-2009	2
Tabel 1.2	Perkembangan Indeks Rata-Rata Saham di BEI Desember 2004-2009	4
Tabel 1.3	Faktor Makro Ekonomi yang Berpengaruh terhadap IHSG Tahun 2004-2009	7
Tabel 2.1	Lembaga Penunjang dalam Melakukan Penawaran Umum	36
Tabel 2.2	Data Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum	42
Tabel 3.1	Perhitungan IHSG (Periode Awal, Nilai Dasar = Nilai Pasar)	54
Tabel 3.2	Periode 1 Terjadi Perubahan Harga Saham C	55
Tabel 3.3	Periode 2 Terjadi Perubahan Harga Saham A dan B	55
Tabel 3.4	Periode 3 Terjadi Perubahan Harga Saham B dan C	56
Tabel 3.5	Perhitungan Indeks Saat Awal (Misalnya 1 Minggu yang Lalu)	56
Tabel 3.6	Perhitungan Indeks 1 Minggu Kemudian	56
Tabel 3.7	Perhitungan Indeks 1 Minggu Kemudian dengan Tambahan 3 Saham Baru	57
Tabel 4.1	Perhitungan <i>Present Value</i>	93
Tabel 5.1	Perbedaan Pasar Sekunder dan Pasar Perdana	115
Tabel 5.2	Penyelesaian Transaksi	109
Tabel 5.3	Daftar Harga <i>Order</i> Jual dan Beli Saham	120
Tabel 5.4	Daftar Harga <i>Order</i> Jual dan Beli Saham	121
Tabel 5.5	Jam Perdagangan Saham di Pasar Reguler	122
Tabel 5.6	Jam Perdagangan Saham di Pasar Tunai	122
Tabel 5.7	Jam Perdagangan Saham di Pasar Negoisasi	122
Tabel 5.8	Jam Pembukaan Perdagangan	123
Tabel 5.9	Pra-Penutupan dan Pasca Penutupan	123
Tabel 5.10	Satuan Perubahan Harga (Fraksi)	124
Tabel 5.11	Perhitungan Biaya Transaksi Jual Beli Saham	129
Tabel 5.12	Perhitungan Biaya Jual Beli Saham	129

DAFTAR GAMBAR

	Hal.
Gambar 3.1	Proses Keputusan Investasi 49
Gambar 3.2	Kurva Permintaan dan Penawaran Saham 64
Gambar 3.3	Risiko <i>Portofolio</i> 72
Gambar 4.1	Hubungan antara YTM dan Kurs 95
Gambar 4.2	Hubungan Kurs dan <i>Maturity</i> 96
Gambar 4.3	Hubungan Kurs, YTM dan <i>Maturity</i> 97
Gambar 4.4	Proses <i>Rating</i> 104
Gambar 4.5	Perilaku Harga terhadap Perubahan <i>Yield</i> 107
Gambar 4.6	Manajemen <i>Portofolio</i> Obligasi 110
Gambar 5.1	Mekanisme Perdagangan 118
Gambar 6.1	Pola Dasar Pergerakan Elliot Wave 134
Gambar 6.2	Pemilihan <i>Portofolio</i> Optimal 132
Gambar 6.3	<i>The Capital Market Line</i> 143
Gambar 6.4	Hubungan antara <i>Expected Return</i> dengan Standar Deviasi Pada Investasi dengan Kombinasi <i>Risk</i> <i>Securities</i> dan <i>Riskless Asset</i> 144
Gambar 6.5	<i>The Security Market Line</i> 145
Gambar 7.1	Kurva <i>Indifferent</i> dan <i>Budged Return</i> 160
Gambar 7.2	<i>Determination of Equilibrium Price</i> 163

BAB I

PERKEMBANGAN

PASAR MODAL INDONESIA

A. Pendahuluan

Untuk mendorong pertumbuhan ekonomi nasional, pemerintah berupaya meningkatkan partisipasi masyarakat dalam memanfaatkan modalnya secara maksimal, serta menarik investor Asing untuk menanamkan modalnya secara intensif. Meningkatnya partisipasi masyarakat untuk berinvestasi serta masuknya arus modal Asing melalui investasi *portofolio* dapat menambah tabungan domestik untuk meningkatkan investasi. Keputusan berinvestasi dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu: *Pertama*, mendirikan perusahaan (*real investment*); dan *Kedua*, membeli aktiva finansial yang biasa disebut dengan sekuritas (*financial investment*), berupa saham dan obligasi di pasar modal.

Pasar modal (*capital market*) merupakan salah satu sarana yang efektif dalam pembentukan modal dan alokasi dana yang diarahkan untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam menunjang pembangunan, serta pembiayaan nasional guna mendorong pertumbuhan ekonomi dan peningkatan kesejahteraan masyarakat. Peran pasar modal pada dasarnya bertujuan untuk menjembatani aliran dana dari pihak investor (pemilik dana) dengan pihak perusahaan yang membutuhkan dana, baik untuk keperluan ekspansi usaha ataupun perbaikan struktur modal perusahaan (Manurung, 2005:16).

Kebutuhan modal oleh perusahaan yang relatif besar serta tingginya minat masyarakat untuk berinvestasi mendorong pemerintah mendirikan Bursa Efek Indonesia (BEI). Bursa Efek didirikan untuk memudahkan perusahaan dalam memperoleh modal kerja dan juga sebagai upaya meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pembiayaan nasional. Tingginya minat masyarakat untuk berinvestasi akan meningkatkan pula minat perusahaan untuk *go public*, dan pada akhirnya akan mendorong meningkatnya aktivitas di pasar modal yang disebabkan oleh meningkatnya jumlah *emiten* dan jumlah surat-surat berharga yang diperdagangkan serta peningkatan volume transaksi yang terjadi pada setiap saat (Husnan, 1989: 3).

Pada dasarnya, perkembangan pasar modal suatu negara tercermin dari tingginya jumlah saham yang diperdagangkan, jumlah perusahaan (emiten) yang terdaftar (*listed*), volume transaksi, nilai transaksi, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), serta nilai kapitalisasi pasar yang semuanya itu telah membawa konsekuensi tertentu bagi para investor (penanam modal), *emiten*, dan pelaku pasar modal lainnya.

Untuk mengevaluasi kinerja pasar modal dapat dilakukan dengan indikator indeks. Indeks dibuat dan dijadikan sebagai tolak ukur dan sekaligus sebagai alat untuk memantau kecenderungan perkembangan bisnis dan perkembangan tingkat harga saham yang diperdagangkan. BEI memiliki beberapa indeks yang dapat digunakan untuk memantau perdagangan saham, yaitu IHSG, indeks *liquid quality*, indeks individual dan indeks sektoral, dan lain sebagainya (Bursa Efek Indonesia, 2009: 6).

B. Kinerja Pasar Modal Indonesia

Pasar modal Indonesia sebagai salah satu tempat penanaman modal bagi para investor tentunya memiliki *track* dan *record*, sehingga para investor tertarik menanamkan modalnya. Hal ini dapat terlihat dari kinerja pasar modal Indonesia tersebut. Untuk mencermati kinerja pasar modal di Indonesia yang meliputi perkembangan jumlah perusahaan yang *go public*, total perdagangan, indeks harga saham, dan jumlah saham beredar dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel 1.1
Perkembangan Kinerja Pasar Modal Indonesia
(Bursa Efek Indonesia) Tahun 1999-2009

Tahun	Jumlah Emiten	Volume Transaksi (lembar saham)	Nilai Transaksi (ribuan rupiah)	IHSG	Jumlah Saham yang Terdaftar
1999	277	178,486,582,779	147,879,985,749	676.92	864,131,138,504
2000	287	134,531,333,895	122,774,764,247	416.32	1,186,306,672,213
2001	316	148,381,008,444	97,522,823,598	392.04	885,240,510,319
2002	331	171,207,351,815	120,762,778,011	424.95	939,544,513,105
2003	333	234,030,810,474	125,437,613,790	691.90	829,359,787,591
2004	331	411,768,340,217	247,006,931,714	1,000.23	656,447,198,554
2005	335	707,949,489,138	601,494,006,000	1,096.64	758,379,980,769
2006	339	924,488,804,314	791,732,634,300	1,805.52	1,249,074,451,469
2007	383	1,039,542,357,246	1,050,154,342,456	2,745.83	1,128,174,210,001
2008	396	197,857,023,201	146,059,001,208	1,355.40	1,374,412,103,013
2009	398	289,813,126,019	241,810,306,117	2,534.35	1,465,655,107,119

Sumber: JSX Monthly Statistic, Desember 1999-2009

Pasar modal Indonesia dalam sepuluh tahun terakhir terus mengalami pertumbuhan. Hal tersebut terlihat dari nilai transaksi, volume transaksi, dan pergerakan IHSG serta pertumbuhan jumlah *emiten* terus meningkat, dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2009. Pada tahun 1999, nilai transaksi sebesar 147,88 trilyun rupiah dan pada tahun 2000 meningkat menjadi 1.050,154 trilyun rupiah. Peningkatan jumlah *emiten* serta nilai transaksi mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia sedang membaik. Bahkan Bursa Efek Indonesia (BEI, 2007: 9) juga merupakan salah satu pasar modal terbaik di dunia dilihat dari segi peningkatan indeks harga saham yang mencapai peningkatan sebesar 430 persen dari 416,32 pada tahun 2000 menjadi 1.805,52 pada tahun 2006 (Kompas, Desember 2007). Ini mengindikasikan bahwa kesempatan untuk memperoleh dana di Pasar Modal atau di Bursa Efek sangatlah besar.

Mengamati perkembangan Pasar Modal Indonesia cukup menarik dalam lima tahun terakhir, terutama pasca krisis moneter pada tahun 1997 dan krisis keuangan global pada tahun 2008. Pasca krisis, perekonomian Indonesia kembali tumbuh dan pada saat yang sama variabel makro ekonomi ikut membaik pula, serta kepercayaan investor terhadap pasar modal Indonesia juga kembali meningkat. Hal tersebut terlihat dari semakin meningkatnya jumlah transaksi saham yang dilakukan oleh para investor. Pertumbuhan tersebut ikut mendorong membaiknya kinerja Bursa Efek Indonesia yang tercermin dari adanya kecenderungan pergerakan nilai IHSG meningkat pada setiap saat.

Pergerakan IHSG dapat dijadikan sebagai indikator penentu (*lead indicator*) ekonomi untuk melihat kearah mana bisnis berkembang di masa akan datang (Manurung, 2005: 13). Perkembangan IHSG yang sangat pesat pasca krisis pada tahun 1997 dan 2008 adalah menjadi sebuah tanda tanya. Olehnya itu, fenomena ini menarik untuk dikaji dengan mencermati faktor-faktor apa saja yang mendorong meningkatnya pergerakan nilai IHSG di BEI.

IHSG pada dasarnya mencerminkan harga-harga seluruh saham yang diperdagangkan dalam waktu tertentu dibagi dengan nilai pasarnya dikalikan 100% di BEI. Di Indonesia ada beberapa kelompok saham sebagai refresentasi dari terbentuknya IHSG, yaitu: LQ-45, *Mining, Basic Industry, Jakarta Islamic Indeks (JII), Miscellaneous Industry, Consumer Goods, Property and Real Estate, Infrastructure, Finance, Trade and Service, Manufacturing, Main Board, dan Development*.

C. Perkembangan Indeks Rata-Rata Saham di Bursa Efek Indonesia

Pergerakan dari berbagai kelompok saham yang ada di BEI akan ikut berkontribusi terhadap pergerakan IHSG. Pada tabel berikut ini dapat dilihat pergerakan indeks rata-rata saham di BEI dari beberapa kelompok saham yang diperdagangkan dalam enam tahun terakhir, yaitu sejak tahun 2004 sampai dengan 2009.

Table 1.2
Perkembangan Indeks Rata-Rata Saham di BEI
Desember 2004-2009

Indices▼	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Composite Index (IHSG)	1,000.230	1,096.641	1,805.523	2,745,826	1,355,408	2,534.356
Change (%)	44.56▲	9.64▲	64.64▲	52,08▲	-50,64▼	86.98▲
LQ-45	217.097	237.334	393.112	559.821	216.189-	498.288
Change (%)	42.92▲	9.32▲	65.64▲	58,58	56.15▼	84,39▲
Agriculture	304.663	529.366	1,218.450	2,754.756	918.766	1,753.090
Change (%)	66.64▲	73.75▲	130.17▲	126,9▲	-66,65▼	90.81▲
Mining	491.157	567.261	933.213	3,270.088	877.678	2,203.417
Change (%)	47.66▲	15.49▲	64.51▲	250.41▲	-73,16▼	151,06▲
Basic Industry	98.330	96.832	147.101	238.053	134.987	273.932
Change (%)	53.95▲	1.52▲	51.91▲	90,95▲	-43,30▼	102,93▲
Miscellaneous Industry	192.010	193.833	248.121	477.354	214.937	601.469
Change (%)	54.11▲	0.95▲	46.58▲	68.01▲	-54,97▼	179,84▲
Consumer Goods	233.322	271.046	392.459	436.039	326.843	671.305
Change (%)	11.44▲	16.17▲	44.79▲	43,58▲	-25,04▼	105,39▲
Property and Real Estate	68.215	60.689	122.918	251.816	103.489	146.800
Change (%)	61.99▲	(11.03)	102.54▲	128,90▲	-58,90▼	41,85▲
Infrastructure	332.539	451.350	771.624	874.065	490.349	728.528
Change (%)	50.28▲	35.75▲	70.96▲	13,28▲	-43,90▼	48,57▲
Finance	133.724	120.558	206.566	260.568	176.334	301.424
Change (%)	69.6▲ 1	(9.85) ▼	71.34▲	26,14▲	-32,33▼	70,94▲
Trade and Service	171.143	186.594	275.085	392.242	184.329	275.758
Change (%)	20.44▲	9.03▲	47.42▲	42.59▲	-62,18▼	85,91▲
Manufacturin	180.320	193.613	284.829	403.006	236.540	529.032
Change (%)	28.76▲	7.37▲	47.42▲	41,49▲	-41,31▼	123,65▲
Main Board	268.651	301.481	509.848	718.715	385.532	723.927
Change (%)	46.79▲	12.22▲	69.11▲	40,97▲	-46,36▼	87,77▲
Development	221.992	213.748	298.250	706.945	206.546	373.433
Change (%)	34.10▲	(3.71) ▼	39.53▲	137,03▲	-70,78▼	80,80▲

Sumber: JXS Monthly Statistic, Desember 2004-2009

Keterangan: ▲ naik, ▼ turun
NA = *Not Available*

Pada tabel 1.2 di atas menggambarkan IHSG dan empat belas kelompok saham yang diperdagangkan di BEI. Perkembangan IHSG dan kelompok industri dari tahun ke tahun menunjukkan pertumbuhan yang positif,

mulai tahun 2004 sampai dengan 2007, dan pada pertengahan tahun 2008 terjadi penurunan karena terkena dampak krisis keuangan global yang bersumber dari krisis keuangan yang terjadi di Amerika Serikat. Kemudian pada tahun 2009, Indonesia dapat keluar dari krisis dan perekonomian Indonesia kembali membaik serta pulihnya kembali kepercayaan investor yang tercermin dari meningkatnya nilai IHSG di BEI. Selain menggambarkan kondisi fundamental perusahaan di BEI yang membaik, juga menunjukkan bahwa pendapatan investor yang melakukan investasi pada berbagai jenis saham di BEI semakin meningkat. Artinya ada hubungan antara variabel fundamental dan tingkat pendapatan saham, khususnya di BEI.

D. Faktor Makro Ekonomi yang Berpengaruh terhadap IHSG

Pergerakan indeks saham yang cenderung meningkat, juga tidak terlepas dari kondisi perekonomian negara secara makro. Indeks harga saham sangat dipengaruhi variabel-variabel makro. Indeks saham juga bergerak mengikuti optimisme dan pesimisme para investor saham. Indeks saham suatu negara juga dipengaruhi perekonomian negara lain. Pertumbuhan ekonomi telah membawa dampak berupa meningkatnya kinerja Bursa Efek yang dapat dilihat dari meningkatnya IHSG.

Adanya perbedaan intensitas pengaruh faktor makro ekonomi terhadap harga saham perusahaan, memunculkan kelompok saham, dimana harga-harga sahamnya memiliki *trend* yang cenderung naik dari periode ke periode yang dikenal dengan kelompok saham *bullish* dan kelompok saham, di mana harga-harga sahamnya memiliki *trend* yang cenderung menurun dari periode ke periode yang disebut dengan kelompok saham *bearish*.

Perubahan harga saham yang terjadi pada setiap saat disebabkan oleh berbagai isu, baik isu perekonomian global, maupun pengaruh faktor politik dan keamanan yang terkadang tidak menentu. Di era reformasi ini, kondisi politik di Indonesia terkadang tidak menentu, aktivitas politik yang dilakukan oleh para politisi terkadang melahirkan konflik sosial. Kondisi ini menyebabkan iklim investasi menjadi tidak kondusif serta mendorong terjadinya fluktuasi pada variabel makro ekonomi yang akan berdampak buruk terhadap perekonomian nasional Indonesia.

Selain faktor politik dan keamanan, isu perekonomian global juga memiliki dampak cukup kuat terhadap perekonomian nasional secara makro. Hal tersebut dapat dilihat pada saat terjadinya krisis pada tahun 1997 dan krisis

keuangan global yang bersumber dari krisis ekonomi yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2008. Krisis tersebut berdampak pada perekonomian di beberapa negara di Eropa dan Asia, termasuk Indonesia terkena dampak yang cukup signifikan, yaitu melemahnya nilai tukar rupiah terhadap US dollar, meningkatnya inflasi, terjadinya perubahan suku bunga dalam negeri, serta perubahan variabel makro ekonomi lainnya. Peristiwa ini memiliki dampak yang cukup luas, termasuk pada kinerja pasar modal Indonesia dengan turunnya nilai indeks harga saham gabungan (IHSG) cukup drastis dari posisi awal tahun 2008 sebesar 2.732, turun ke posisi 1.355 pada akhir 2008, penurunan nilai IHSG adalah mencapai 50 persen.

Pasar modal Indonesia adalah merupakan pasar modal yang sedang berkembang (*emerging market*), dan memiliki karakteristik tersendiri yang berbeda dengan pasar modal di negara maju. Pasar modal Indonesia sangat peka terhadap isu perekonomian global. Sedangkan pasar modal di negara maju sangat kuat terhadap goncangan-goncangan perekonomian global. Kondisi tersebut dapat dilihat pada saat krisis tahun 1997 dan krisis keuangan global tahun 2008, yaitu pasar modal di negara maju aktivitasnya tetap tinggi, berbeda dengan pasar modal di negara berkembang, seperti Indonesia sangat merasakan dampak krisis, dan bahkan di saat krisis pada tahun 2008, BEI pernah ditutup selama beberapa hari karena anjloknya harga saham. Kondisi ini mengakibatkan IHSG terkoreksi sangat tajam (Octaviana, 2005: 23).

Isu perekonomian global seringkali menyebabkan variabel makro ekonomi Indonesia mengalami fluktuasi. Kemudian pada saat yang sama diikuti dengan penurunan kinerja pasar modal Indonesia. Hal tersebut dapat dilihat dengan menurunnya nilai IHSG sebagai akibat dari menurunnya harga saham-saham di BEI. Fluktuasi variabel makro ekonomi direspon dengan cepat oleh pelaku pasar modal yang akan memberikan dampak buruk terhadap kinerja pasar modal Indonesia. Ini dikarenakan para investor enggan untuk bertransaksi saham dengan alasan mereka takut dengan risiko. Fenomena tersebut menarik untuk diteliti dengan maksud untuk melihat konsistensi pengaruh perubahan variabel makro ekonomi terhadap harga saham di BEI.

Variabel makro merupakan isu utama dalam pergerakan IHSG di BEI mengingat, kondisi makro ekonomi Indonesia sebagai negara berkembang (*emerging market*) sangat rentan terhadap berbagai isu, baik isu yang bersifat ekonomi maupun isu non ekonomi, dan menyebabkan variabel makro ekonomi fluktuasi. Fluktuasi variabel makro ekonomi dapat menyebabkan ketidakpastian pada pergerakan indeks harga saham dari periode ke periode, sehingga hal ini

sangat berpotensi menimbulkan risiko investasi pada pasar modal (Husnan, 1994: 5)

Adapun faktor eksternal atau faktor makro ekonomi (*uncontrolable*) yang dapat mempengaruhi harga saham, antara lain: jumlah uang beredar, inflasi, pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga deposito, nilai tukar valuta Asing, pertumbuhan investasi Asing dan kebijakan pemerintah di bidang ekonomi. Sedangkan faktor internal atau faktor mikro ekonomi (*controlable*) yang dapat dikendalikan oleh perusahaan antara lain: manajemen perusahaan, pemilihan jenis mesin, jenis teknologi, pemilihan karyawan, dan sebagainya.

Teori investasi menjelaskan bahwa ketidakpastian IHSG pada suatu pasar bursa disebabkan oleh adanya pengaruh faktor lingkungan bisnis yang terdiri dari faktor lingkungan bisnis eksternal (*uncontrolable*) atau faktor makro ekonomi dan faktor lingkungan bisnis internal (*controlable*) atau faktor mikro ekonomi (Bodie, *et al.*, 2008: 259). Pada tabel 1.3 berikut ini akan ditampilkan data rill variabel makro ekonomi di Indonesia dan IHSG di BEI. Variabel ini dijadikan sebagai tolak ukur dan indikator dalam melihat dan menganalisis kinerja pasar modal dengan mencermati beberapa variabel makro ekonomi yang telah diidentifikasi sebagai variabel.

Tabel 1.3
Faktor Makro Ekonomi yang Berpengaruh
terhadap IHSG Tahun 2004-2009

Faktor Makro Ekonomi	Tahun					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pertumbuhan uang beredar (Trilyun) Perubahan (%)	1,033.527 8.14▲	1,203.215 16.44▲	1,382.073 1.87▲	1,643.03 8.41▲	1,883.85 8,72▲	1,917.09 9.82▲
Tingkat Inflasi*) Perubahan (%)	6.40 26.48▲	17.11 167.34▲	6.60 (61.43)▼	6.60 0,00	10.10 65.34▲	4.41 (43.66)▼
Suku bunga deposito 1 bulan *) Perubahan (%)	6.00 (38.21)▼	8.22 37.00▲	8.71 5.96▲	8.25 (9.47)	10.85 7.60▲	6.64 (62.34)▼
Rupiah/US Dollar*) Perubahan (%)	8.985 4.89▲	9.751 8.24▲	9.141 (6.20)▼	10.950 1.81▲	11.355 4.05▲	9.320 (2.03)
Pertumbuhan investasi asing (US Dollar) Perubahan (%)	428.23 (60.55)▼	565.66 32.09▲	1,301.99 130,17▲	6,928.0 187.93▲	2,360,00 (34.06)▼	2,275.01 (9.63)▼
Pertumbuhan Ekonomi*) Perubahan (%)	5.05 6.99▲	5.59 10.69▲	5.52 (1.25)	5.70 9.68	6.45 8.83	4.40 6,82
IHSG*) Perubahan (%)	1.000.23 44.56▲	1,096.64 9.64▲	1,805.52 64.64▲	2,746.0 65.73▲	1,335.0 (48.62)▼	2,534.0 52.68▲

Sumber: Diolah dari Berbagai Sumber

Keterangan: ▲ naik, ▼ turun
*) Rata-rata bulanan

**) 31 Desember

Data pada tabel 1.3 tersebut menggambarkan jumlah uang beredar rata-rata periode bulanan pada setiap tahunnya, dari tahun 2004 sampai dengan 2009 terus mengalami kenaikan, dan pada periode yang sama tingkat inflasi rata-rata bulanan mengalami penurunan. Selain itu, tingkat suku bunga deposito rata-rata per satu bulan juga mengalami penurunan pada setiap tahunnya, periode yang sama.

Selanjutnya, nilai tukar rata-rata rupiah terhadap US dollar mengalami peningkatan (apresiasi) sejak tahun 2004 sampai dengan 2009. Kemudian rata-rata pertumbuhan investasi Asing pada periode yang sama juga mengalami kenaikan. Kemudian, yang terakhir adalah pertumbuhan ekonomi. Pertumbuhan ekonomi rata-rata juga mengalami peningkatan, dan bahkan sampai dengan saat ini variabel-variabel makro ini terus berfluktuasi sebagai bentuk respon dari berbagai isu-isu yang berhubungan dengan aktivitas ekonomi.

Studi yang telah dilakukan oleh para ahli ekonomi yang mengamati keterkaitan antara IHSG dengan faktor makro ekonomi dalam upaya menjelaskan variasi IHSG dengan harapan memperoleh prediksi IHSG pada akhir periode sebagai pertimbangan pengambilan keputusan pembelian suatu saham pada awal periode. Sebagai studi empiris dalam upaya mengidentifikasi pengaruh faktor makro ekonomi terhadap IHSG telah banyak dilakukan dalam empat belas dasawarsa terakhir sampai sekarang (Haugen, 1997: 208; Chandra, 2005: 432; Bodie et.al., 2008: 331) dengan memperkenalkan model penentuan harga-harga aktiva, yaitu *Capital Assets Pricing Model* (CAPM), dan *Arbitrage Pricing Theory* (APT).

Teori CAPM dan APT adalah dua alternatif teori yang dapat dipilih oleh para investor untuk membantu menganalisis perubahan harga saham atau indeks harga saham. Dari kedua teori tersebut terjadi perdebatan atau pertentangan yang sangat tajam karena berbeda dalam memilih variabel yang dianggap sebagai penjelas terhadap perubahan *return* saham, sehingga memungkinkan para peneliti selanjutnya untuk melakukan identifikasi yang lebih tepat dalam memilih variabel yang dianggap turut berpengaruh terhadap indeks harga saham.

Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966) telah mengembangkan model penentuan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Model ini menggunakan indeks pasar sebagai proksi dari *portofolio* pasar efisien untuk menjelaskan perubahan *return* saham. Kesimpulan utama modal CAPM adalah

adanya hubungan positif antara harga saham dan *covariance asset* dengan *return* portofolio pasar, artinya semakin besar risiko, maka semakin besar pula *return*-nya.

Penggunaan faktor makro ekonomi dalam model APT telah dilakukan oleh Ross dan Roll (1980 dan 1984); Chen et al. (1986); Berry et al. (1988) di *New York Stock Exchange* (NYSE). Variabel penelitian yang dipergunakan oleh Ross dan Roll, yaitu: suku bunga, inflasi, *return* obligasi dengan melihat hubungannya terhadap harga saham. Pada penelitian tersebut, dinyatakan bahwa suku bunga, inflasi, *return* obligasi memiliki pengaruh terhadap harga saham di *New York Stock Exchange* (NYSE).

Ajayi dan Mougoue (1996) juga menggunakan variabel makro ekonomi nilai tukar dan harga saham. Mereka meneliti hubungan dinamis antara harga saham dan nilai tukar pada “Delapan Besar” pasar saham, yaitu Canada, Prancis, Jerman, Italia, Jepang, Belanda, Inggris, dan Amerika Serikat dengan menggunakan *bivariate error correction model*. Hasil penelitian mereka menunjukkan hubungan yang signifikan antara nilai tukar dan harga saham (pasar modal dan pasar uang). Hasil ini kemudian didukung juga oleh Sudjono (2002) serta Sitinjak dan Kurniasari (2003) bahwa nilai tukar Rupiah (kurs) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap IHSG (Oktaviana, 2005: 12).

Hasil penelitian yang dilakukan Gan et al. (2006) yang dilakukan di *New Zealand Stock Exchange* berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ajayi dan Mougoue (1996), yaitu jumlah uang beredar tidak berkorelasi positif dengan harga saham. Terjadi perbedaan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ajayi dan Gen et al, sehingga perlu adanya penelitian lebih lanjut dengan memasukkan variabel lain yang dianggap ikut berpengaruh terhadap IHSG di BEI.

Penelitian yang dilakukan pada BEI oleh Suja'i tahun 2001 (sebelum dan selama krisis moneter) menemukan 4 (empat) faktor yang berpengaruh pada *return* saham, yaitu: tingkat inflasi, tingkat suku bunga deposito, tingkat suku bunga SBI, dan pertumbuhan jumlah uang yang beredar (Suja'i dalam Agus Arman, 2008: 84).

Penelitian dengan mengidentifikasi faktor makro ekonomi maupun faktor mikro ekonomi (*firm-specific*) sebagai perubahan harga saham terus berkembang terutama pada pasar modal negara sedang berkembang dengan mengacu pada *firm-specific variables* yang diajukan oleh BARRA Corporation ataupun dengan mengidentifikasi faktor makro ekonomi sebagaimana yang dilakukan oleh Chen et al. (1986). Karakteristik pasar modal, kondisi makro ekonomi suatu negara,

preferensi investor, dan rentang waktu penelitian seringkali mendapatkan hasil penelitian yang berbeda tentang faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan *return* saham suatu pasar modal.

Pengujian teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang dianalisis dengan mensimulasikan pengaruhnya terhadap perubahan harga saham telah dilakukan di beberapa negara dengan mempergunakan variabel makro ekonomi, seperti tingkat inflasi, tingkat suku bunga, tingkat suku bunga deposito, dan pertumbuhan jumlah uang beredar. Penelitian ini dikembangkan oleh Ross dan Roll (1980). Dalam teori APT disebutkan bahwa pergerakan harga indeks harga saham dipengaruhi oleh faktor secara linear dalam suatu model multi faktor. Faktor-faktor yang dimaksudkan adalah faktor yang menunjukkan kondisi ekonomi secara umum atau biasa juga disebut dengan faktor risiko sistematis. Faktor tersebut mempengaruhi harga pada suatu aset dengan intensitas yang berbeda-beda (Elton dan Gruber, 1995: 104).

BAB II

PASAR MODAL DAN PENAWARAN UMUM DI PASAR PERDANA

A. Gambaran Umum Pasar Modal

1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal sama seperti pasar pada umumnya, yaitu tempat bertemunya antara penjual dan pembeli. Di pasar modal, yang diperjualbelikan adalah modal berupa hak kepemilikan perusahaan dan surat pernyataan hutang perusahaan. Pembeli modal adalah individu atau organisasi dan lembaga lain yang bersedia menyisihkan kelebihan dananya untuk melakukan kegiatan yang menghasilkan pendapatan melalui pasar modal, sedangkan penjual modal adalah perusahaan yang memerlukan modal atau tambahan modal untuk keperluan pengembangan usaha (BLKL 2 - Pasar Modal).

Pengertian pasar modal berdasarkan Keputusan Presiden No. 52 Tahun 1976 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa pasar modal adalah Bursa Efek seperti yang dimaksud dalam UU No. 15 Tahun 1952 (Lembaran Negara Tahun 1952 Nomor 67). Menurut UU tersebut, Bursa adalah gedung atau ruangan yang ditetapkan sebagai kantor dan tempat kegiatan perdagangan Efek, sedangkan surat berharga yang dikategorikan sebagai Efek adalah saham, obligasi, dan surat bukti lainnya yang lazim dikenal sebagai Efek (BLKL 2 - Pasar Modal).

Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjual belikan sekuritas. Pasar modal juga dapat diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi (Fabozzi, 1995: 27). Sedangkan tempat terjadinya jual beli sekuritas disebut Bursa Efek. Oleh karena itu, Bursa Efek merupakan arti dari pasar modal. Pasar modal (Bursa Efek) adalah perusahaan yang jasa utamanya adalah menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas di Pasar Sekunder (Husnan, 1994). Setelah sekuritas terjual di Pasar Perdana, sekuritas tersebut kemudian didaftarkan di Bursa Efek, agar nantinya dapat

diperjualbelikan di Bursa. Pada waktu sekuritas tersebut mulai diperdagangkan di Bursa dan dikatakan sekuritas karena diperdagangkan di Pasar Sekunder.

Pasar modal dapat juga berfungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Di samping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena pihak investor dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang paling optimal. Asumsinya adalah *return* yang memberikan *return* relatif besar adalah sektor-sektor yang paling produktif yang ada di pasar (Brealey, 1971: 64 dan Fabozzi, 2002: 69). Dengan demikian yang dimaksud pasar modal, yaitu pasar yang dikelola secara terorganisir dengan aktivitas perdagangan surat berharga, seperti saham, obligasi, *option*, *warrant*, *right*, dengan menggunakan jasa perantara, komisioner, dan *underwriter*.

Kekuatan ekonomi suatu negara tercermin dari kelengkapan dan efektivitas lembaga pasar yang dimilikinya. Lembaga pasar meliputi: pasar uang, pasar komoditas, pasar modal, dan pasar berjangka. Sebagian masyarakat membutuhkan uang maupun barang, sementara sebagian lagi kelebihan uang dan barang. Sifat kelebihan dan kebutuhan tersebut dapat berupa jangka pendek maupun jangka panjang. Kelebihan dan kebutuhan uang jangka pendek ditampung oleh lembaga perbankan (pasar uang), sementara yang berjangka panjang ditampung oleh lembaga pasar modal. Di sisi lain, kelebihan dan kebutuhan barang jangka pendek ditampung oleh lembaga pasar komoditas. Pasar uang, pasar modal, dan pasar komoditas merupakan pasar tunai (*spot market*) karena penyelesaiannya harus segera dilaksanakan.

Pada perkembangannya, lembaga pasar ternyata membutuhkan transaksi yang penyelesaiannya membutuhkan waktu beberapa bulan, baik 1 bulan, 2 bulan, 6 bulan, dan seterusnya. Transaksi yang penyelesaian pembayaran dana dan penyerahan produknya akan dilakukan dalam beberapa bulan mendatang dapat menjamin kepastian harga dan produk, sehingga menguntungkan ke dua belah pihak, yaitu pembeli dan penjual. Oleh karena itu, muncullah ide pasar berjangka pada pertengahan abad ke-18 di Amerika Serikat dan Jepang.

Pada saat ini, pasar berjangka menangani transaksi semua produk yang diperdagangkan oleh pasar uang, pasar modal, dan pasar komoditas, tetapi yang sifatnya hanya berjangka beberapa bulan. Pasar berjangka memiliki kemampuan untuk mengatasi kebutuhan barang jangka panjang dan sebagai sarana lindung

nilai (*hedging*) atas kerugian instrumen keuangan yang diakibatkan oleh ketidakpastian di masa yang akan datang. Jadi, pada pasar berjangka ditransaksikan tidak hanya produk yang bersifat keuangan dari pasar uang dan pasar modal, tetapi juga dari pasar komoditas.

Pasar modal (Bursa Efek) adalah perusahaan yang jasa utamanya adalah menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas di Pasar Sekunder (Husnan, 1994). Setelah sekuritas terjual di Pasar Perdana, sekuritas tersebut kemudian didaftarkan di Bursa Efek, agar nantinya dapat diperjual-belikan di Bursa. Pada waktu sekuritas tersebut mulai diperdagangkan di Bursa, dikatakan sekuritas tersebut diperdagangkan di Pasar Sekunder.

Kaitannya dengan pasar modal Indonesia menurut UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasal 1 butir 4 menyebutkan Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek di antara mereka. Yang dimaksud dengan Efek ialah surat-surat berharga, seperti saham, sertifikat saham dan obligasi. Di dalam Keputusan Menteri Keuangan No. 697/KMK.041/1985 disebutkan bahwa yang dimaksud dengan Efek adalah setiap saham, obligasi atau bukti sementara dari surat tersebut, bukti keuntungan dan surat-surat jaminan, opsi atau hak-hak lainnya untuk memesan atau membeli saham, obligasi atau bukti penyertaan dalam modal atau penjamin lainnya. Dengan demikian pasar modal merupakan pasar atau usaha perdagangan Efek-efek.

Menurut sejarahnya pasar modal pertama kali diperkenalkan di Jakarta pada tahun 1911, kemudian pada tahun 1926 pasar modal dikembangkan di tiga kota yaitu Jakarta, Surabaya, dan Semarang. Pada saat perang dunia kedua meletus pada tahun 1942 maka pasar modal terpaksa ditutup. Pada tahun 1951 pasar modal dibuka kembali akan tetapi kembali ditutup untuk kedua kalinya ketika terjadinya perang pembebasan Irian Barat. Upaya untuk menghidupkan kembali pasar modal, yaitu dengan melalui pembentukan panitia pada Tahun 1977 dengan dibentuknya Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) kegiatan pasar modal dimulai kembali. Pada tahun 1977, PT. Semen Cibinong tampil sebagai perusahaan yang pertama mencatat sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang juga sekaligus menandai dimulainya kegiatan pada pasar modal di Indonesia dan selanjutnya disusul dengan pendirian Bursa Efek di Surabaya (BES) (Marsuki Darusman, 1996 :6-7).

Kehadiran kedua Bursa Efek di atas memberikan angin segar terhadap pergerakan ekonomi di Indonesia karena para investor dapat menanamkan

sahamnya. Adapun alamat Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah di Gedung Bursa Efek Jakarta, Kode Pos: 12190, Lantai 4 Tower 1, Jalan Jenderal Sudirman Kav. 52-53 Jakarta Selatan Telpon: (6221) 5150515 (*hunting*) Fax: (6221) 5150330. *Homepage: email: webmaster@jxs.co.id.*

2. Jenis Pasar Modal

Pada pasar modal ada berbagai jenis pasar yang dikenal untuk menawarkan Efek, antara lain:

a. Pasar Perdana

Pasar Perdana adalah pasar dalam masa penawaran Efek dan perusahaan penjual Efek (*emiten*) kepada masyarakat untuk pertama kalinya. Pasar Perdana terjadi pada saat perusahaan emiten menjual sekuritasnya kepada investor umum untuk pertama kalinya. Sebelum menawarkan saham di Pasar Perdana, perusahaan *emiten* terlebih dahulu akan mengeluarkan informasi mengenai perusahaan secara detail (*prospectus*). Prospektus berfungsi untuk memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada calon investor, sehingga investor dapat mengetahui prospek perusahaan di masa datang dan tertarik untuk membeli sekuritas yang diterbitkan oleh *emiten*.

Dalam menjual sekuritasnya, perusahaan umumnya menggunakan jasa profesional dan lembaga pendukung pasar modal untuk membantu menyiapkan berbagai dokumen serta persyaratan yang diperlukan untuk *go public*. Di Indonesia, proses penawaran umumnya adalah *Initial Public Offening* (IPO) di Pasar Perdana.

b. Pasar Sekunder

Pasar Sekunder adalah penjualan Efek setelah penjualan pada Pasar Perdana berakhir. Pada pasarsekunder ini harga Efek ditentukan berdasarkan kurs suatu Efek tersebut. Naik turunnya kurs ditentukan oleh daya tarik menarik antara permintaan dan penawaran Efek tersebut. Bagi Efek yang dapat memenuhi syarat *listing* dapat menjual Efeknya dalam Bursa Efek, sedangkan bagi Efek yang tidak dapat memenuhi syarat *listing* dapat menjual Efeknya di luar Bursa Efek.

Setelah sekuritas *emiten* dijual di Pasar Perdana, selanjutnya sekuritas *emiten* tersebut dapat diperjualbelikan oleh antar investor di Pasar Sekunder. Dengan adanya Pasar Sekunder, investor dapat melakukan perdagangan

sekuritas untuk mendapatkan keuntungan. Oleh karena itu, Pasar Sekunder memberikan likuiditas kepada investor, bukan kepada perusahaan seperti Pasar Perdana. Pasar Sekunder biasanya memanfaatkan untuk perdagangan saham biasa, saham preferen, obligasi, *warrant* maupun sekuritas derivatif (*option* dan *futures*). Sedangkan di Indonesia, sekuritas umumnya diperdagangkan di Pasar Sekunder adalah saham biasa, saham preferen, obligasi, obligasi konversi, *warrant*, bukti *right* dan reksadana (Tandelilin, 2001: 16).

Meskipun perusahaan tidak mendapatkan tambahan dana, tetapi perdagangan di Pasar Sekunder sangat penting untuk menentukan likuiditas sekuritas di Pasar Perdana. Hal ini terkait dengan sikap pesimis atau optimis dari para investor terhadap kemampuan sekuritas yang diterbitkan *emiten* untuk memberikan keuntungan selisih harga (*capital gain*) yang berkala dari penjualan sekuritas di Pasar Sekunder.

c. Pasar Paralel

Pasar Paralel adalah merupakan pelengkap Bursa Efek yang ada. Bagi perusahaan yang menerbitkan Efek dan akan menjual Efeknya melalui Bursa dapat dilakukan melalui Bursa paralel. Bursa paralel diselenggarakan oleh Persatuan Perdagangan Uang dan Efek-Efek (PPUE-BLKL 2 - Pasar Modal).

Selain ketiga jenis pasar di atas, ada juga yang membagi pasar modal dalam berbagai bentuk, yaitu:

1. Pasar reguler adalah sarana perdagangan Efek untuk transaksi yang dilakukan berdasarkan proses tawar-menawar secara berkesinambungan untuk Efek dalam satuan perdagangan Efek.
2. Pasar negosiasi adalah sarana perdagangan Efek untuk transaksi yang dilakukan berdasarkan tawar-menawar individual antara anggota Bursa jual dan anggota Bursa beli.
3. Pasar tunai adalah sarana perdagangan Efek untuk transaksi yang dilakukan dalam rangka pemenuhan kewajiban anggota Bursa yang gagal dalam penyelesaian transaksi Efek, berdasarkan prinsip pembayaran dan penyelenggaraan seketika.

B. Instrumen Pasar Modal

1. Saham

Menurut Buku Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia (2003: 12), saham adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, dan pemegang saham memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan. Harga sebuah saham sangat dipengaruhi oleh hukum permintaan dan penawaran, harga suatu saham akan cenderung naik bila suatu saham mengalami kelebihan permintaan dan cenderung turun jika terjadi kelebihan penawaran. Saham adalah salah satu Efek pasar umumnya dijual di pasar modal (Bursa Efek) adalah saham. Saham adalah bukti penyertaan modal pada suatu Perseroan Terbatas (PT).

Menurut Kendall, harga saham tidak bisa diprediksi atau mempunyai pola tidak tentu, ia bergerak mengikuti *random walk* sehingga pemodal harus puas dengan normal return dengan tingkat keuntungan yang diberikan oleh mekanisme pasar (Husnan, 1994). *Abnormal return* hanya mungkin terjadi bila ada sesuatu yang salah dalam efisiensi pasar, keuntungan abnormal hanya bisa diperoleh dari permainan yang tidak *fair*.

Saham yang diterbitkan *emiten* ada dua macam, yaitu saham biasa (*common stock*) dan saham istimewa (*preferred stock*). Perbedaan saham ini berdasarkan pada hak yang melekat pada saham tersebut. Hak tersebut meliputi hak atas penerimaan *dividen*, memperoleh bagian kekayaan jika perusahaan dilikuidasi setelah dikurangi semua kewajiban. Pada suatu saham terdapat tiga nilai, yaitu:

- a. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum pada saham tersebut.
- b. Nilai instrinsik adalah nilai saham pada saat diperdagangkan.
- c. Nilai efektif adalah nilai yang tercantum pada kurs resmi kalau saham tersebut diperdagangkan di Pasar Bursa

Selain nilai di atas, ada manfaat yang diperoleh dari pemilikan saham antara lain:

1. *Dividen*, yaitu bagian dari keuntungan yang dibagikan kepada pemilik saham.
2. *Capital gain*, yaitu keuntungan yang diperoleh dari selisih positif harga beli dan harga jual saham.
3. Manfaat non finansial, yaitu mempunyai hak suara dalam aktivitas perusahaan.

2. Obligasi

Obligasi adalah surat pengakuan utang suatu perusahaan yang akan dibayar pada waktu jatuh tempo sebesar nilai nominalnya. penerbitan obligasi ini membutuhkan persyaratan berupa pendapatan yang stabil bagi penerbit obligasi. Pendapatan yang stabil merupakan syarat mutlak agar obligasi dapat dilunasi, dan harga obligasi akan diterima oleh pasar. Perusahaan yang menggunakan dana obligasi untuk membiayai kegiatan usaha yang bersifat tidak stabil atau yang terpengaruh oleh siklus ekonomi, maka akan terancam gagal dalam melunasi kupon atau pokoknya.

Saat ini obligasi merupakan instrumen pembiayaan usaha yang banyak dipilih oleh perusahaan seperti perusahaan publik, perusahaan non publik, Badan Usaha Milik Negara (BUMN) maupun Badan Usaha Milik Daerah (BUMD). Obligasi memiliki beberapa kelebihan sebagai sarana pembiayaan usaha jika dibandingkan dengan alternatif lainnya, seperti kredit dari perbankan maupun dengan penerbitan saham. Terlihat peningkatan yang cukup signifikan atas penggunaan obligasi sebagai sumber pembiayaan seperti tingkat suku bunga yang rendah, kondisi makro ekonomi yang stabil serta tingkat penyerapan pasar yang cukup baik. Instrumen obligasi tidak saja menjadi alternatif menarik bagi perusahaan, akan tetapi juga sudah dimanfaatkan oleh pemerintah sebagai salah satu sumber pembiayaan oleh negara, yaitu berupa penerbitan Surat Utang Negara (SUN).

3. *Option*

Option adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh seseorang atau lembaga (bukan *emiten*) untuk memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham (*Call Option*).

4. *Warrant*

Warrant adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham perusahaan dengan persyaratan yang telah ditentukan sebelumnya.

Warrant adalah instrumen pasar modal yang bersifat ekuitas yang berarti merupakan Efek yang dapat dikonversi menjadi saham. *Warrant* merupakan turunan dari saham sehingga kinerja bergantung pula pada kinerja dan perkembangan saham yang menjadi induknya (Fakhruddin, 2008: 219).

Ada beberapa karakteristik yang melekat pada bentuk *warrant* antara lain:

- a. Masa berlaku *warrant* (*expiration date*)
Masa berlaku atau waktu jatuh tempo *warrant* merupakan batas waktu di mana hak yang ada waran tersebut berakhir. Di Indonesia, pada umumnya *warrant* berlaku selama tiga tahun atau lebih. Jika seorang investor tidak melakukan *exercise* atas *warrant* yang dimilikinya hingga batas waktu, maka *warrant* tersebut secara otomatis tidak berlaku lagi dan tidak memiliki nilai ekonomis.
- b. Harga pelaksanaan (*exercise price*)
Hak yang dimiliki investor untuk mendapatkan saham atas waran yang dimilikinya tidaklah gratis, melainkan investor harus mengeluarkan sejumlah dana untuk melaksanakan hak tersebut. Harga pelaksanaan tersebut dilaksanakan sejak awal penerbitan *warrant*. Jadi, *exercise price* merupakan tingkat harga yang mana pemegang *warrant* tersebut dapat membeli saham biasa perusahaan yang menerbitkan *warrant* tersebut. Umumnya, harga pelaksanaan ditetapkan sama atau lebih tinggi daripada harga saham tersebut.
- c. Masa pelaksanaan hak (*exercise period*)
Sebagai suatu hak untuk mendapatkan saham, pelaksanaan hak tersebut (*exercise*) baru dapat dilaksanakan setelah enam bulan atau lebih setelah dicatatkan. Seorang investor dapat melaksanakan haknya karena mendapat *warrant* sewaktu membeli saham dalam IPO, atau seorang investor melaksanakan haknya setelah membeli *warrant* yang diperdagangkan selama kurun waktu enam bulan atau lebih sebelum masa *exercise*.
- d. Periode perdagangan (*trading period*)
Jika pelaksanaan hak dilakukan paling cepat setelah enam bulan, tidak halnya dengan perdagangan *warrant*, di mana suatu *warrant* dapat diperdagangkan sejak pertama kali diterbitkan atau sejak dicatatkan di Bursa.
- e. Rasio pelaksanaan (*exercise ratio*)
Rasio pelaksanaan merupakan perbandingan jumlah saham biasa yang dapat diperoleh pada harga pelaksanaan (*exercise price*) untuk satu atau sejumlah *warrant*. Dengan demikian, dikenal suatu rasio atas pelaksanaan hak tersebut. Misalnya rasio 1:1 yang berarti jika investor membeli 1 saham

maka akan mendapat 1 *warrant*, rasio 2:1 yang berarti 2 saham mendapat 1 *warrant*, demikian seterusnya.

- f. Dapat diperdagangkan terpisah (*detachability*)
Karakteristik ini menandakan bahwa sebagai sebuah surat berharga yang tercatat di Bursa, maka *warrant* dapat diperdagangkan terpisah dengan induknya, misalnya saham atau *right*. Namun juga yang perlu dicatat bahwa *warrant* tidak dapat diterbitkan tersendiri, namun diterbitkan harus melekat pada Efek lainnya.

5. *Right Issue*

Setelah penawaran umum perdana (IPO), *emiten* dapat melakukan penambahan modal, yaitu dengan melakukan penawaran umum terbatas atau yang lebih dikenal dengan sebutan *right issue*. *Right issue* adalah surat yang diterbitkan oleh perusahaan yang memberi hak kepada pemegangnya (pemilik saham biasa) untuk membeli tambahan saham pada penerbitan saham baru.

Penerbitan *right issue* dapat mendorong *emiten* untuk meningkatkan modal disetornya dengan memberikan penawaran terlebih dahulu kepada pemegang saham lama untuk menambah modalnya di perusahaan tersebut. Jika seorang investor tidak ingin menggunakan hak tersebut, maka mereka dapat menjual hak tersebut, atau dengan kata lain, hak tersebut dapat diperjualbelikan, sehingga muncul periode perdagangan *right*. *Right issue* terkait erat dengan *Pre-emptive Right* (hak yang dimiliki oleh pemegang saham untuk mempertahankan persentase kepemilikannya). Sebagaimana diatur dalam Peraturan BAPEPAM No. IX.D.1 tentang hak memesan Efek terlebih dahulu khususnya butir 2 disebutkan bahwa "Apabila suatu perusahaan yang telah melakukan penawaran umum saham atau perusahaan publik bermaksud untuk menambah modal sahamnya, termasuk melalui penerbitan *warrant* atau Efek konversi, maka setiap pemegang saham kepemilikan mereka."

Ada beberapa alasan *emiten* melakukan *right issue*. Secara umum *right issue* ditujukan untuk memperkuat permodalan suatu perusahaan. Dana dari hasil *right issue* dapat digunakan untuk berbagai tujuan, misalnya melakukan ekspansi usaha, melunasi pembayaran utang, atau akuisi internal. Beberapa *emiten* perbankan melakukan *right issue* untuk memperkuat struktur modal dan meningkatkan rasio kecukupan modal (CAR). Pada perinsipnya, *right issue* merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari strategi perusahaan dalam rangka untuk memperkuat daya saing (*competitive position*). Namun demikian, strategi

tersebut tidak selalu diterima dengan baik oleh para investor, sehingga terkadang dalam *right issue* terjadi pro dan kontra di kalangan investor. Bagi investor yang tidak tertarik dengan *right issue*, maka investor tersebut tidak akan mengambil bagian dan konsekuensinya akan mengalami dilusi (penurunan persentase kepemilikan).

a. *Right Issue* dan Kepentingan Investor

Rencana *right issue* ditanggapi beragam oleh investor. Sebagaimana ketika harus mengambil keputusan apakah membeli saham atau tidak pada saat *emiten* melakukan penawaran umum perdana saham, investor juga harus menelaah secara lebih detail rencana *right issue* yang akan dilakukan oleh suatu *emiten*. Investor harus memperhatikan hal-hal berikut ini:

- 1) Latar belakang dilakukannya *right issue*.
- 2) Tujuan *right issue*.
- 3) Rencana penggunaan dana hasil *right issue*.
- 4) Kinerja keuangan *emiten* setelah *right issue*.
- 5) Harga pelaksanaan setelah *right issue*.

Hasil penelaahan atas rencana *right issue* tersebut harus dikaitkan dengan tujuan investasi oleh investor, jangka waktu investasi, dan pengaruh *right issue* terhadap dilusi kepemilikannya dan pengaruh *right issue* terhadap nilai investasinya (harga saham *emiten*). Investor jangka panjang yang ingin mempertahankan nilai investasinya tentunya harus menggunakan haknya untuk membeli tambahan saham.

b. Ketentuan Pelaksanaan *Right Issue*

Adapun beberapa ketentuan yang terkait dengan *right issue*, sebagai berikut:

- 1) Harus disetujui oleh RUPS. Hal ini sesuai dengan UU No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas pasal 34 ayat 1 (selanjutnya disingkat UU PT) yang menyatakan bahwa "penambahan modal perseroan hanya dapat dilakukan berdasarkan keputusan RUPS."
- 2) Harga pelaksanaan *right issue* tidak boleh lebih rendah dengan harga nominalnya (UU PT pasal 26).
- 3) Dalam Peraturan BAPEPAM No. IX.D.1 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (selanjutnya disingkat dengan HMETD) disebutkan bahwa untuk dapat melaksanakan RUPS dalam rangka penambahan modal

dengan HMETD, emiten telah mengajukan pernyataan pendaftaran dan dokumen pendukungnya kepada BAPEPAM serta mencakup informasi yang ditetapkan dalam penawaran umum dengan hak memesan Efek terlebih dahulu harus sesuai dengan Peraturan BAPEPAM No. IX.D.2 selambat-lambatnya 28 hari sebelum RUPS.

Adapun informasi yang harus disampaikan kepada para investor apabila ingin melakukan transaksi pemesanan sebagai berikut:

- a) Nama lengkap dan alamat *emiten*.
- b) Uraian mengenai Efek yang timbul sebagai akibat dari pelaksanaan HMETD.
- c) Tanggal RUPS.
- d) Tanggal pencatatan pemegang saham yang mempunyai HMETD pada Daftar Pemegang Saham atau nomor kupon untuk menentukan.
- e) Tanggal terakhir dari pelaksanaan HMETD.
- f) Periode perdagangan HMETD.
- g) Harga Pemesanan Efek.
- h) Rasio HMETD atas saham yang ada.
- i) Tata cara pemesanan Efek.
- j) Uraian mengenai Efek yang tidak dibeli oleh yang berhak dan HMETD dalam bentuk pecahan.
- k) Pernyataan mengenai tata cara pengalihan HMETD.
- l) Tata cara penerbitan dan penyampaian bukti HMETD serta surat Efek.
- m) Nama Bursa Efek tempat diperdagangkan HMETD.
- n) Rencana emiten untuk mengeluarkan atau tidak mengeluarkan saham atau Efek lain yang dapat dikonversikan menjadi saham dalam waktu 12 (dua belas) bulan setelah efektif.
- o) Nama lengkap pihak yang bertindak sebagai pembeli siaga.
- p) Dampak dilusi dari penerbitan Efek baru.
- q) Penggunaan dana dari hasil penawaran umum dengan HMETD.
- r) Ringkasan analisa dan pembahasan oleh manajemen.
- s) Informasi tentang tempat prospektus dapat diperoleh.

Dalam peraturan pencatatan PT Bursa Efek Indonesia Nomor 1-A poin V tentang persyaratan pencatatan saham tambahan disebutkan "harga teoritis saham hasil tindakan penerbitan saham baru sekurang-kurangnya Rp. 100 (seratus rupiah), kecuali jika perusahaan tercatat dan dapat meyakinkan Bursa

bahwa tidak akan dilakukan tindakan korporasi dapat menimbulkan pengaruh buruk terhadap kelangsungan usaha perusahaan tercatat.” (huruf v. 3.2).

Selain itu diatur pula teknis perhitungan harga teoritis, yaitu “harga teoritis saham dihitung berdasarkan rata-rata harga penutupan saham perusahaan yang bersangkutan selama 25 (dua puluh lima) hari Bursa berturut-turut di pasar reguler sebelum perusahaan tercatat melakukan iklan pengumuman mengenai akan dilakukannya pemanggilan rapat umum pemegang saham perusahaan tercatat yang akan mengagendakan pemecahan saham, penerbitan saham bonus atau saham deviden, atau penerbitan Efek bersifat ekuitas selain saham (huruf v. 3.3).

Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) adalah masuk kategori Efek bersifat ekuitas selain saham, sehingga ketentuan tersebut juga berlaku dalam penerbitan HMETD. Selain ketentuan-ketentuan di atas, ada ketentuan lainnya terkait dengan pernyataan pendaftaran dan prospektus HMETD, yaitu Peraturan BAPEPAM No. IX.D.2 tentang pedoman mengenai bentuk dan isi pernyataan pendaftaran dalam rangka penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu dan Peraturan BAPEPAM No. IX.D.3 tentang pedoman mengenai bentuk dan isi prospektus dalam rangka penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (Fakhrudin, 2008: 221-224).

c. Harga Teoritis Akibat *Right Issue*

Sesuai dengan ketentuan yang diatur melalui Peraturan Perdagangan BEI No. II-A lampiran II-A.1. ditentukan tata cara perhitungan harga teoritis hasil *right issue* dengan formula sebagai berikut:

$$\text{Harga Teoritis Saham Baru (HTSB)} = \frac{(P_c \times N) + (P_s \times M)}{N + M}$$

Harga teoritis HMETD = HTSB – P_s

Keterangan:

P_c = Kurs penutupan saham pada harian Bursa terakhir sebelum hak memesan Efek terlebih dahulu diperdagangkan.

P_s = Harga pelaksanaan persaham.

N = Rasio jumlah saham lama yang diperlakukan untuk mendapatkan sejumlah Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu Tertentu.

M = Jumlah saham baru hasil pelaksanaan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu berdasarkan pelaksanaan 1 (satu) Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu memperoleh 1 saham baru.

C. Lembaga yang Mengatur Mekanisme Pasar Modal di Indonesia

Untuk menciptakan mekanisme pasar modal yang baik diperlukan suatu lembaga yang mengatur pasar modal tersebut. Pasar modal di Indonesia diatur oleh suatu lembaga pemerintah yang disebut Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). BAPEPAM ini bekerja atas nama Departemen Keuangan. Instansi pemerintah yang ikut terlibat dalam mekanisme pasar modal adalah Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM), Departemen Teknis dan Departemen Keuangan.

BKPM memberikan izin penanaman modal yang meliputi komposisi dan jumlah dana investasi, besarnya modal dasar, batas waktu penyeteroran modal, dan komposisi pemegang saham. Departemen Teknis memberikan izin usaha pada bidang-bidang tertentu. Misalnya, izin usaha perbankan diberikan oleh Departemen Keuangan dan diawasi langsung oleh Bank Indonesia. Sejak tahun 2013, fungsi pengawasan Pasar Modal Indonesia yang selama ini perankan oleh Bank Indonesia telah dialihkan kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK). OJK diberikan peran untuk melakukan fungsi pengawasan terhadap lembaga-lembaga keuangan, termasuk bank Indonesia. Walaupun demikian, akan tetapi dalam menjalankan fungsinya, OJK tetap melakukan koordinasi dengan Bank Indonesia (BLKL 2 - Pasar Modal)

Selanjutnya, beberapa lembaga yang akan melakukan penilaian terhadap perusahaan yang akan *go public*, antara lain: akuntan publik, notaris, konsultan hukum, badan penilai (*appraiser*), dan konsultan Efek (*investment advisor*). Akuntan publik, termasuk akuntan negara di bawah Badan Pemeriksa Keuangan dan Pengawas Pembangunan (BPKP) berperan sebagai penilai kondisi keuangan perusahaan yang akan menjadi *go public* (BLKL 2 - Pasar Modal).

D. Perkembangan Jumlah Perusahaan yang *Listing* di Pasar Modal (Bursa Efek Indonesia) dan Mekanisme Perdagangan Saham

Perusahaan yang listing di BEI dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan, hal tersebut data dilihat pada data yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia melalui JSX monthly statistic pada setiap periode, baik periode bulanan, kuartal ataupun tahunan. Pada tahun 2006 tercatat 288 perusahaan yang *listing* di BEI. Sedangkan jumlah perusahaan yang *new listing* sebanyak 12 dan *delisted* sebanyak 4 perusahaan. Pada tahun 2007 mengalami

peningkatan menjadi 300 perusahaan yang *listing*, dan *new listing* sebanyak 22, dan *delisted* sebanyak 8 perusahaan. Pada tahun 2008 meningkat menjadi 322 perusahaan yang *listing*, dan jumlah yang *new listing* sebanyak 19 dan *delisted* sebanyak 6 perusahaan. Pada tahun 2009 meningkat menjadi 341 perusahaan yang *listing*, *new listing* sebanyak 13 dan *delisted* sebanyak 12 perusahaan. Pada tahun 2010 meningkat menjadi 354 yang *listing* dan *new listing* sebanyak 23 perusahaan dan jumlah yang *delisted* sebanyak 1 perusahaan (Monthly Statistic, 2010).

Perkembangan suatu pasar modal sangat tergantung dari aktivitas pelakunya dan aktivitas lembaga-lembaga yang terlibat dalam pelaksanaan pasar modal tersebut antara lain:

1. *Emiten* adalah perusahaan yang menjual pemilikannya kepada masyarakat (*go public*). Ada beberapa tujuan perusahaan melakukan *go public*, yaitu:
 - a. Memperoleh tambahan dana untuk keperluan ekspansi atau perluasan usaha
 - b. Mengubah atau memperbaiki komposisi modal.
 - c. Melakukan pengalihan pemegang saham.
2. Investor (pemodal) adalah badan atau perorangan yang membeli pemilikan suatu perusahaan *go public*. Dalam suatu perusahaan yang *go public*, investor pertama adalah pendiri, sedangkan investor kedua adalah pemegang saham melalui pembelian pada penawaran umum di pasar modal.
3. Lembaga penunjang berfungsi sebagai penunjang atau pendukung bekerjanya pasar modal antara lain:
 - a. Penjamin emisi (*underwriter*) berfungsi sebagai penjamin dalam penjualan Efek yang diterbitkan oleh perusahaan yang *go public*. Jaminan yang dikeluarkan oleh penjamin emisi mengandung resiko jika Efek yang dijual tidak laku dan selanjutnya akan memperoleh imbalan jika laku.
 - b. Kustodian adalah pihak memberikan jasa penitipan Efek dan harta lain yang berkaitan dengan Efek dan jasa lain, termasuk menerima deviden, bunga dan hal-hal lain, menyelesaikan transaksi Efek dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.
 - c. Wali amanat (*trustee*) lembaga ini diperlukan jika perusahaan menerbitkan obligasi.
 - d. Perantara perdagangan Efek (*broker*, pialang) adalah pihak yang melakukan jual beli Efek yang listing di Bursa Efek.

- e. Pedagang Efek (*dealer*) melakukan perdagangan Efek di lantai Bursa. Pedagang Efek dapat membeli atas nama diri sendiri, selain itu juga dapat memberi informasi kepada kliennya tentang kondisi pasar modal.
- f. Perusahaan surat berharga (*securities company*) bergerak di bidang perdagangan Efek-Efek. Perusahaan ini didukung oleh tenaga profesional dalam mekanisasi perdagangan Efek, seperti *underwriter*, *broker*, *fund management*.
- g. Perusahaan pengelola dana (*investment company*) merupakan perusahaan yang beroperasi di pasar modal dengan mengelolah modal yang berasal dari investor. Pengelola dana memutuskan Efek mana yang harus dijual dan yang mana Efek yang harus dibeli. Setelah itu yang melaksanakan penjualan dan pembelian adalah penyimpan ada (*qustodian*). *Qustodian* juag melakukan penagihan bunga dan deviden.
- h. Biro Administrasi Efek berperan sebagai pihak yang melakukan administrasi yang berkenaan dengan kepentingan investor dan emiten. Ada beberapa yang sering dilakukan oleh Biro Administrasi Efek, di antaranya: (1) Membantu *emiten* dan *underwriter* dalam rangka emisi Efek; (2) Melakukan penyimpanan dan pengalihan hak atas saham para investor; (3) Menyusun daftar pemegang saham dan perubahannya untuk melakukan pembukuan; (4) Menyiapkan korespondensi emitn kepada pemegang saham, misalnya pengumuman rapat umum pemegang saham dan pengumuman pembayaran deviden,atas nama *emiten*; (5) Membuat laporan-laporan bila diminta oleh instansi berwnag, seperti BAPEPAM (BLKL 2 - Pasar Modal).

Mekanisme perdagangan saham di Bursa Efek, yaitu investor harus membuka rekening di salah satu perusahaan sekuritas yang berperan sebagai broker di lantai Bursa. Calon pembeli tidak bisa melakukan pembelian sendiri melainkan harus melalui *broker*. Setiap kali ingin membeli atau menjual saham, investor bisa meminta brokernya untuk melakukan transaksi pada harga yang diinginkan. Jika harga yang inginkan memang tersedia di Bursa, maka transaksi akan dilakukan. Mekanisme harga itu sendiri ditentukan dengan mekanisme tawar-menawar yang diatur secara elektronis.

Penjualan saham pada umumnya dijual dalam kelipatan 500 lembar yang disebut dengan satuan LOT, ada juga saham yang dapat dibeli satuan di bawah 500 lembar yang disebut ODD LOT, investor kecil bisa membeli satu saham atas sejumlah kemampuan mereka tidak mesti satu LOT. Untuk pembelian dan penjualan saham, pemodal harus membayar biaya komisi kepada pialang/*broker* yang melaksanakan pesanan. Besarnya komisi ditentukan oleh Bursa, di BEI besarnya biaya komisi tersebut setinggi-tingginya adalah 1% dari nilai transaksi (jual dan beli) artinya besarnya biaya komisi dapat dinegosiasikan dengan pialang atau *broker* di mana pemodal melakukan jual-beli saham, umumnya untuk transaksi beli pemodal dikenakan *fee broker* 0.3% dari nilai transaksi sedangkan untuk transaksi jual dikenakan 0.4% (untuk transaksi jual pemodal masih dikenakan pajak penghasilan atas penjualan saham sebesar 0.1% dari nilai transaksi).

Perusahaan sekuritas, selain sebagai broker juga biasanya bisa berperan sebagai penasihat investasi. Sehingga investor bisa meminta saran-saran pada mereka mengenai saham apa saja yang lebih baik dibeli atau dijual. Namun keputusan akhir tetap di tangan investor, jadikan masukan dari mereka sebagai salah satu pertimbangan saja sebelum mengambil keputusan. Karena resiko pengambilan keputusan sepenuhnya berada pada tangan investor. Saat ini jumlah broker atau perusahaan Efek yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 130 perusahaan (Monthly Statistic, 2010).

E. *Good Corporate Governance* (GCG)

1. Pengertian dan Konsep Dasar *Good Corporate Governance* (GCG)

Dua teori utama yang terkait dengan *corporate governance* adalah *stewardship theory* dan *agency theory* (Chinn, 2000; Shaw, 2003). *Stewardship theory* dibangun di atas asumsi filosofis mengenai sifat manusia yakni bahwa manusia pada hakekatnya dapat dipercaya, mampu bertindak dengan penuh tanggung jawab, memiliki integritas dan kejujuran terhadap pihak lain. Inilah yang tersirat dalam hubungan fidusia yang dikehendaki para pemegang saham. Dengan kata lain, *stewardship theory* memandang manajemen sebagai dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya bagi kepentingan publik maupun stakeholder. Sementara itu, *agency theory* yang dikembangkan oleh Michael Johnson, memandang bahwa manajemen perusahaan sebagai “*agents*” bagi para pemegang saham, akan bertindak dengan penuh kesadaran bagi

kepentingannya sendiri, bukan sebagai pihak yang arif dan bijaksana serta adil terhadap pemegang saham.

Dalam perkembangan selanjutnya, *agency theory* mendapat respon lebih luas karena dipandang lebih mencerminkan kenyataan yang ada. Berbagai pemikiran mengenai *corporate governance* berkembang dengan bertumpu pada *agency theory* di mana pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku. *Good Corporate Governance* (GCG) secara definitif merupakan sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua stakeholder (Monks, 2003). Ada dua hal yang ditekankan dalam konsep ini, pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya dan, kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholder*.

Ada empat komponen utama yang diperlukan dalam konsep GCG, (Kaen, 2003; Shaw, 2003), yaitu *fairness*, *transparency*, *accountability*, dan *responsibility*. Keempat komponen tersebut penting karena penerapan prinsip GCG secara konsisten terbukti dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan dan juga dapat menjadi penghambat aktivitas rekayasa kinerja yang mengakibatkan laporan keuangan tidak menggambarkan nilai fundamental perusahaan. Konsep GCG baru populer di Asia karena konsep ini relatif berkembang sejak tahun 1990-an. Konsep GCG baru dikenal di Inggris pada tahun 1992. Negara-negara maju yang tergabung dalam kelompok OECD (kelompok Negara-negara maju di Eropa Barat dan Amerika Utara) mempraktikkan pada tahun 1999.

2. Prinsip-Prinsip *Good Corporate Governance* (GCG)

Secara umum terdapat lima prinsip dasar dari GCG, yaitu:

- a. *Transparency* (keterbukaan informasi), yaitu keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan.
- b. *Accountability* (akuntabilitas), yaitu kejelasan fungsi, struktur, sistem, dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif.
- c. *Responsibility* (pertanggungjawaban), yaitu kesesuaian (kepatuhan) di dalam pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat serta peraturan perundangan yang berlaku.

- d. *Independency* (kemandirian), yaitu suatu keadaan dimana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh/tekanan dari pihak manajemen yang tidak sesuai dengan peraturan dan perundangan-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.
- e. *Fairness* (kesetaraan dan kewajaran), yaitu perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak stakeholder yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku.

Esensi dari GCG adalah peningkatan kinerja perusahaan melalui supervisi atau pemantauan kinerja manajemen dan adanya akuntabilitas manajemen terhadap pemangku kepentingan lainnya, berdasarkan kerangka aturan dan peraturan yang berlaku.

3. Tahap-Tahap Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG)

Dalam pelaksanaan penerapan GCG di perusahaan adalah penting bagi perusahaan untuk melakukan pentahapan yang cermat berdasarkan analisis atas situasi dan kondisi perusahaan, dan tingkat kesiapannya, sehingga penerapan GCG dapat berjalan lancar dan mendapatkan dukungan dari seluruh unsur di dalam perusahaan.

Pada umumnya perusahaan-perusahaan yang telah berhasil dalam Tahap Persiapan Tahap ini terdiri atas 3 langkah utama:

- a. *Awareness building* merupakan langkah awal untuk membangun kesadaran mengenai arti penting GCG dan komitmen bersama dalam penerapannya. Upaya ini dapat dilakukan dengan meminta bantuan tenaga ahli independen dari luar perusahaan. Bentuk kegiatan dapat dilakukan melalui seminar, lokakarya, dan diskusi kelompok.
- b. GCG *assessment* merupakan upaya untuk mengukur atau lebih tepatnya memetakan kondisi perusahaan dalam penetapan GCG saat ini. Langkah ini perlu guna memastikan titik awal level penerapan GCG dan untuk mengidentifikasi langkah-langkah yang tepat guna mempersiapkan infrastruktur dan struktur perusahaan yang kondusif bagi penerapan GCG secara efektif. Dengan kata lain, GCG *assessment* dibutuhkan untuk mengidentifikasi aspek-aspek apa yang perlu mendapatkan perhatian terlebih dahulu, dan langkah-langkah apa yang dapat diambil untuk mewujudkannya.

- c. GCG *manual building* adalah langkah berikut setelah GCG *assessment* dilakukan. Berdasarkan hasil pemetaan tingkat kesiapan perusahaan dan upaya identifikasi prioritas penerapannya, penyusunan manual atau pedoman implementasi GCG dapat disusun. Penyusunan manual dapat dilakukan dengan bantuan tenaga ahli independen dari luar perusahaan. Manual ini dapat dibedakan antara manual untuk organ-organ perusahaan dan manual untuk keseluruhan anggota perusahaan, mencakup berbagai aspek seperti: Kebijakan GCG perusahaan, seperti:
- 1) Pedoman GCG bagi organ-organ perusahaan
 - 2) Pedoman perilaku
 - 3) Audit *committee charter*
 - 4) Kebijakan *disclosure* dan transparansi
 - 5) Kebijakan dan kerangka manajemen resiko
 - 6) *Roadmap* implementasi.

Setelah perusahaan memiliki GCG manual, langkah selanjutnya adalah memulai implementasi di perusahaan. Tahap ini terdiri atas 3 (tiga) langkah utama, yaitu:

- a. Sosialisasi, yaitu diperlukan untuk memperkenalkan kepada seluruh perusahaan berbagai aspek yang terkait dengan implementasi GCG khususnya mengenai pedoman penerapan GCG. Upaya sosialisasi perlu dilakukan dengan suatu tim khusus yang dibentuk untuk itu, langsung berada di bawah pengawasan direktur utama atau salah satu direktur yang ditunjuk sebagai GCG *champion* di perusahaan.
- b. Implementasi, yaitu kegiatan yang dilakukan sejalan dengan pedoman GCG yang ada, berdasar roadmap yang telah disusun. Implementasi harus bersifat *top down approach* yang melibatkan dewan komisaris dan direksi perusahaan. Implementasi hendaknya mencakup pula upaya manajemen perubahan (*change management*) guna mengawal proses perubahan yang ditimbulkan oleh implementasi daripada GCG.
- c. Internalisasi, yaitu tahap jangka panjang dalam implementasi. Internalisasi mencakup upaya-upaya untuk memperkenalkan GCG di dalam seluruh proses bisnis perusahaan kerja, dan berbagai peraturan perusahaan. Dengan upaya ini dapat dipastikan bahwa penerapan GCG bukan sekedar dipermukaan atau sekedar suatu kepatuhan yang bersifat *superficial*, tetapi benar-benar tercermin dalam seluruh aktifitas perusahaan.

4. Tahap Evaluasi

Tahap evaluasi adalah tahap yang perlu dilakukan secara teratur dari waktu ke waktu untuk mengukur sejauhmana efektifitas penerapan GCG telah dilakukan dengan meminta pihak independen melakukan audit implementasi dan *scoring* atas praktik GCG yang ada. Terdapat banyak perusahaan konsultan yang dapat memberikan jasa audit yang demikian, dan di Indonesia ada beberapa perusahaan yang melakukan *scoring*. Evaluasi dalam bentuk *assessment*, audit atau *scoring* juga dapat dilakukan secara *mandatory*, misalnya seperti yang diterapkan di lingkungan BUMN. Evaluasi dapat membantu perusahaan memetakan kembali kondisi dan situasi serta capaian perusahaan dalam implementasi GCG, sehingga dapat mengupayakan perbaikan-perbaikan yang perlu berdasarkan rekomendasi yang diberikan.

F. Mikrostruktur Pasar

Dalam pasar perdagangan, aset-aset tidak diubah tetapi hanya ditransfer dari satu investor ke investor lain. Namun, riset mikrostruktur pasar menguji tata cara, proses kerja suatu pasar mempengaruhi biaya-biaya perdagangan, harga, dan volume. Mikrostruktur pasar sebagai salah satu bentuk paling murni dari intermediasi perdagangan aset keuangan, seperti saham atau obligasi (Stoll 2003). O'Hara (1995) mendefinisikan mikrostruktur pasar sebagai studi dari proses dan outcome tentang pertukaran aset-aset di bawah suatu perangkat dan aturan-aturan spesifik. Namun kebanyakan teori ekonomi dan para pelaku pasar mengatakan bahwa teori mikrostruktur berfokus pada mekanisme-mekanisme perdagangan spesifik yang mempengaruhi proses pembentukan harga.

1. Mikrostruktur di Pasar Modal

Glen (1994) mengatakan ada dua elemen kunci bagi para investor untuk membangun kegiatan mikrostruktur pasar, yaitu mekanisme perdagangan, informasi dan penyelesaian transaksi di pasar modal. Mekanisme perdagangan adalah prosedur perpindahan *order* individu ke dalam suatu transaksi seperti transaksi tradisional, *walrasian auction*, dan *continuous auction*. Kebanyakan pasar modal menggunakan *continuous auction*, di mana perdagangan terjadi secara kontinu melalui sesi perdagangan yang terdiri *dealer market* dan *book market*. *Dealer market* adalah individu atau beberapa individu bertanggungjawab menyediakan kuota pada keinginan pembeli dan penjual suatu sekuritas. *Dealer* mengumpulkan dan menentukan harga transaksi terjadi, misalnya Nasdaq di

Amerika menggunakan sistem ini. Sedangkan sistem buku *order* (*book market*) investor menempatkan kuota *order* mereka dalam buku *order*, dan kemudian semua *order* disesuaikan dengan transaksi *order*, seperti Tokyo Stock Exchange. Namun ada juga menggunakan sistem hybrid, seperti New York Stock Exchange.

2. Sistem Informasi

Kedatangan informasi setiap waktu terkandung ke dalam satu harga pasar yang dinyatakan melalui penempatan *order* dan menghasilkan transaksi (Fama, 1991). Dalam situasi kekurangan informasi yang beredar, maka investor berkepentingan atas ketersediaan informasi untuk membuat keputusan dalam menentukan tipe dan harga *order* yang ditempatkannya. Meskipun harga pasar dapat berbeda dengan harga substansialnya. Namun, proses sistem *order* otomatis membolehkan penyebaran informasi ke semua investor, dengan harapan perbedaan informasi antar kelompok investor berkurang. Sistem otomatis dirancang untuk menyediakan informasi secara spesifik dan bahkan sangat terbatas. Sistem perdagangan lantai memungkinkan diskriminasi informasi terjadi antara satu investor dengan investor lain.

Di sisi lain, Dewati *et al.* (2004) menjelaskan kinerja mikrostruktur pasar keuangan ditentukan oleh harga (penawaran dan permintaan, penyelesaian transaksi dan volatilitas), volume, dan dinamika atau *intraday*. Harga dalam mikrostruktur pasar menggunakan beberapa asumsi. Asumsi *pertama*, informasi non publik merupakan informasi yang mempengaruhi harga yang hanya dimiliki sebagian pelaku pasar. Karena itu informasi lebih dahulu diketahui beberapa saat oleh pelaku pasar tertentu yang dapat dimanfaatkan untuk memprediksikan harga berikutnya. Sedangkan informasi publik, para pelaku pasar berinterpretasi berbeda atas informasi umum tersebut, sehingga pengaruhnya terhadap harga berlainan; Asumsi *kedua*, para pelaku pasar memiliki motif transaksi yang berlainan, sebagian pelaku bertransaksi untuk memenuhi kebutuhan likuiditas, namun sebagian lainnya untuk spekulasi atau pun motif laba; Asumsi *ketiga*, mekanisme perdagangan diyakini memiliki pengaruh terhadap harga. Mekanisme perdagangan yang kurang transparan pada nilai dan harga transaksi individual mengakibatkan harga tidak dapat diobservasi seluruh pelaku pasar sehingga lambat memperbarui keyakinan pasar terhadap harga yang wajar dan selanjutnya merubah jalur harga yang terealisasi.

Transaksi tradisional adalah semua penjual dan pembeli bertemu secara simultan dan penemuan harga kontinu hingga harga pasar diperoleh sebagai

akhir *auction*. Hasil harga pasar merefleksikan semua informasi yang tersedia bagi para pelaku pasar dalam order. Harga ditentukan dalam persaingan pasar menyerupai harga *walrasian* yang klasik tanpa biaya transaksi. *Walrasian auction* merupakan pendekatan dalam beberapa pasar melalui penggunaan *call auction*, di mana periode *auction* para pembeli dan para penjual mengajukan *order*, menentukan kurva *periodic call auction* tidak lazim dalam pasar modal, akan tetapi *call auction* hanya digunakan pada situasi khusus, seperti penentuan harga pembukaan pasar atau harga transaksi sebagai ukuran parameternya (Glen 1994).

3. Volume Perdagangan

Kyle (1985) menjelaskan bahwa volume perdagangan merupakan jumlah yang dipertukarkan. Pertukaran terjadi ketika agen pasar menetapkan nilai yang berbeda-beda untuk aset. Dalam teori perdagangan dikembangkan asumsi bahwa para agen pasar selalu merevisi harga permintaan mereka dan menemukan pasangan perdagangan yang potensial. Volume perdagangan meningkat jika investor dapat menterjemah dan menganalisis informasi yang *divergen* dari ekspektasi sebelumnya, volume perdagangan akan menurun jika pasar ada biaya pasar (Karpof, 1986). Dalam pasar keuangan diindikasikan bahwa para agen beragam dalam memahami perubahan lingkungan pasar khususnya.

Admati dan Pfleiderer (1989) mengatakan bahwa volume perdagangan bergantung pada perbedaan opini ketika investor menerima informasi yang berbeda, oleh sebab itu harga pasar disesuaikan dengan datangnya informasi dan selanjutnya menegaskan nilai unik informasi kepada setiap investor. *Intraday* atau dinamik menunjukkan satu hari perdagangan (sesi pagi dan siang mulai waktu pembukaan sampai penutupan) di Pasar Bursa. Banyak penelitian empiris menganalisis perilaku investor dan pola *intraday* sekuritas dari elemen-elemen mikrostruktur pasar modal.

Penelitian Wood *et al.* (1985) menggunakan data transaksi menit per menit di NYSE untuk menguji perilaku *return* dan karakteristik perdagangan pada level mikrostruktur. Penelitian tersebut menemukan adanya perbedaan distribusi *return* dalam hari perdagangan, selama 30 menit saat pembukaan dan penutupan atau selama perdagangan berlangsung. Pada umumnya *return* ditemukan pada saat awal dan akhir perdagangan. Banyak penelitian telah menemukan adanya pengaruh asimetri informasi pada perilaku *intraday* di pasar-pasar keuangan.

Admati dan Pfleiderer (1989) memprediksikan bahwa pedagang *uninformed* mempunyai pertimbangan pada pengaturan tempo perdagangan dan mengamati beberapa rangkaian interval waktu dalam hari perdagangan. Sedangkan pedagang-pedagang berinformasi melakukan perdagangan dengan aktif.

4. *Informed dan Uninformed Investor*

Informed investors adalah *investor* yang dapat menangkap semua hal yang berkaitan dengan proses perdagangan dan mengetahui kapan melakukan *order* beli dan *order* jual di semua peristiwa, seperti: informasi privat dan berita baik atau buruk. Sedangkan *uninformed investors* adalah *investor* yang kurang atau tidak mempunyai kesadaran adanya peristiwa informasi, berita baik dan buruk. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa *informed investors* melakukan *order* lebih banyak dari *uninformed investors* (Brockman dan Chung 2000). Foster dan Viswanathan (1994) menyebutkan bahwa ada dua tipe *informed trader*. Pertama, *informed trader* yang mengetahui informasi segera dari *informed trader* lain; dan Kedua, *informed trader* yang hanya dia sendiri mengetahui informasi ekstra.

5. *Status Order*

Dalam pasar modal secara umum ada dua *order*, yaitu *order* jual dan *order* beli dengan satu *order* adalah 500 lot. Namun bila dilihat dalam struktur pasar ada beberapa klasifikasi *order* di Bursa Indonesia, yaitu: *Amend order* (A), *Match order* (M), *Withdraw order* (W), *Open order* (O), *Freeze order* (N) dan *Unvalidate order* (U). *Amend order* (A) adalah *order-order* yang diubah sebelum menjadi transaksi atau *match*; *Match order* (M) adalah status *order* yang telah terjadi proses alokasi atau penyimpanan *order* jual dengan *order* beli atas saham yang sama berdasarkan harga terbaik/dilihat dari sisi jual dan beli; *Withdraw order* (W) adalah status *order-order* yang ditarik kembali sebelum terjadi transaksi/belum teralokasi *match*; *Open order* (O) adalah *order-order* yang belum teralokasi atau baru sebagian teralokasi; *Unvalidate order* (U) adalah status *order* yang belum divalidasi oleh *broker* manajer, apabila sudah divalidasi statusnya berubah menjadi *open*; *Freeze order* (N) adalah status *order* yang dibekukan karena jatah asing sudah habis, *order* ini dapat dibuka kembali jika jatah asing terbuka kembali (Syamni, 2011: 94-106).

G. Penawaran Umum di Pasar Perdana

Penawaran umum atau *initial public offering* (IPO) adalah penjualan saham kepada masyarakat untuk pertama kalinya oleh perusahaan yang *go public* (Bodie dan Kane, 2008). Penawaran umum yang dilakukan oleh suatu perusahaan akan merubah statusnya dari perusahaan tertutup (*private company*) menjadi perusahaan terbuka (*go public*). Perusahaan terbuka diharuskan melakukan keterbukaan informasi kepada publik, khususnya bagi investor yang telah membeli saham perusahaan dan melakukan transformasi pengelolaan perusahaan dari yang bersifat tertutup ke arah yang lebih transparan dan profesional.

Penawaran umum atau *initial public offering* (IPO) merupakan kegiatan yang dilakukan perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal dengan cara menjual saham atau obligasi. Penawaran umum sering pula dikenal dengan istilah *go public*. Dengan *go public*, perusahaan mendapatkan dana sesuai dengan kebutuhan perusahaan tersebut. Selain mendapatkan keuntungan berupa tambahan dana atau modal untuk pengembangan usaha, *emiten* mendapatkan beberapa keuntungan lain dengan *go public*, yaitu: *emiten* lebih dikenal masyarakat, dan perusahaan dituntut untuk bekerja lebih profesional karena *emiten* mendapatkan pengawasan dari banyak pihak, seperti dari Bursa Efek, analis dan termasuk para pemegang saham.

Manfaat yang didapatkan oleh perusahaan apabila melakukan penawaran umum (*go public*) kepada masyarakat, yaitu:

1. Memperoleh dana tambahan dalam jumlah yang besar dan diterima secara sekaligus. Dana tambahan tersebut dapat digunakan untuk perluasan atau ekspansi perusahaan, perbaikan struktur modal, dan dapat juga untuk keperluan peningkatan modal kerja, serta pembayaran utang, sehingga dapat menurunkan beban bunga perusahaan yang akhirnya dapat meningkatkan laba perusahaan.
2. Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk *go public* termasuk ringan jika dibandingkan dengan sumber pendanaan lainnya, seperti meminjam dana di bank atau lembaga keuangan lainnya.
3. Perusahaan memiliki akses untuk sumber dana yang lebih beragam di masa yang akan datang, misalnya perusahaan dapat melakukan penawaran umum terbatas (*right issue*).

4. Perusahaan publik akan lebih dipercaya jika dibandingkan dengan perusahaan *non public* dalam persaingannya, karena perusahaan publik harus transparan dalam menjalankan usahanya.
5. Perusahaan akan lebih dikenal oleh masyarakat. Hal tersebut, terjadi karena keterbukaan informasi akan berdampak terhadap meningkatnya pemberitaan oleh perusahaan tersebut di berbagai media, baik media cetak maupun media elektronik.
6. Sebagai perusahaan publik, memungkinkan bagi para karyawan perusahaan untuk memiliki saham perusahaan, sehingga dapat meningkatkan motivasi mereka untuk bekerja.

Pilihan antara menerbitkan saham atau obligasi merupakan keputusan manajemen perusahaan, karena masing-masing pilihan memiliki konsekuensi berbeda bagi perusahaan. Jika perusahaan menerbitkan obligasi, maka *emiten* secara periodik akan membagikan kupon kepada para pemegang obligasi dan di akhir masa berlaku obligasi, *emiten* akan mengembalikan seluruh pokok obligasi. Sedangkan jika *emiten* menerbitkan saham, maka *emiten* tidak memiliki kewajiban pasti untuk membagi *dividen* karena pembagian *dividen* ditentukan berdasarkan tingkat laba perusahaan dan persetujuan para pemegang saham. Jika hubungan antara penerbit obligasi dengan para pemegang obligasi berakhir ketika masa berlaku obligasi telah berakhir, berbeda dengan saham di mana hubungan antara penerbit saham dengan para pemegang saham merupakan hubungan yang bersifat permanen.

Hal tersebut berarti selama perusahaan masih beroperasi, maka selama itu pula hubungan antara *emiten* dengan pemegang saham terus berlangsung. Konsekuensi lain dari penawaran umum adalah kesiapan *emiten* untuk selalu berbagi informasi kepada publik. Hal ini penting karena dengan informasi tersebut maka para pemegang saham memiliki informasi yang memadai untuk memperkirakan harga jual dan beli di Pasar Sekunder. Proses penawaran umum baik untuk saham maupun obligasi pada dasarnya sama. Ketika menjalani proses penawaran umum (*go public*), perusahaan dibantu oleh beberapa pihak, yaitu lembaga dan profesi penunjang, sehingga penawaran umum tersebut dapat berlangsung lancar dan memenuhi berbagai ketentuan yang telah ada dan disepakati.

Di samping berbagai manfaat yang dapat diperoleh, juga terdapat berbagai konsekuensi yang harus diperhatikan oleh perusahaan yang telah *go public*, antara lain:

1. Kewajiban untuk melakukan keterbukaan informasi secara penuh kepada publik (*full disclosure*). Hal ini merupakan konsekuensi utama menjadi perusahaan publik, dimana perusahaan diwajibkan untuk memenuhi berbagai peraturan keterbukaan, baik yang ditentukan oleh BAPEPAM-LK, lembaga Bursa dan berbagai kewajiban lainnya.
2. Transformasi manajemen menjadi perusahaan yang lebih transparan, profesional, kredibel dan memenuhi tuntutan *Good Corporate Governance*. Perusahaan publik juga akan selalu dikontrol oleh pihak-pihak eksternal dengan tujuan untuk mencegah terjadinya praktik-praktik bisnis yang tidak sehat.
3. Kewajiban membayar deviden, karena salah satu tujuan yang ingin diperoleh pemegang saham adalah untuk mendapatkan deviden yang memadai. Atas persetujuan pemegang saham pada saat Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), perusahaan mempunyai kewajiban untuk menyisihkan keuntungannya untuk memberi deviden kepada para pemegang saham perusahaan secara proporsional.
4. Membayar biaya-biaya yang timbul berkaitan dengan saham perusahaan, seperti biaya pencatatan saham di Bursa Efek, membayar jasa Biro Administrasi Efek (BAE) (Fakhrudin, 2008)

Ada beberapa lembaga dan profesi penunjang yang membantu emiten dalam melakukan penawaran umum.

Tabel 2.1
Lembaga Penunjang dalam Melakukan Penawaran Umum

Lembaga dan Profesi Penunjang	Penawaran Umum Saham	Penawaran Umum Obligasi
Penjamin Emisi	Memberikan jasa penjaminan emisi saham dan membantu keseluruhan proses penawaran umum	Memberikan jasa penjaminan emisi obligasi dan membantu keseluruhan proses penawaran umum
Notaris	Membantu emiten dalam perubahan akte-akte perusahaan	Membantu emiten dalam perubahan akte-akte perusahaan
Akuntan Publik	Melakukan audit dan memberikan opini atas laporan keuangan emiten	Melakukan audit dan memberikan opini atas laporan keuangan emiten
Konsultan Hukum	Melakukan penelaahan aspek hukum dan memberikan opini aspek hukum	Melakukan penelaahan aspek hukum dan memberikan opini aspek hukum
Perusahaan Penilai	Melakukan penilaian kembali atas aktiva tetap emiten	Melakukan penilaian kembali atas aktiva tetap emiten

Biro Administrasi Efek	Lembaga yang membantu emiten untuk administrasi saham	-
Pemeringkat Efek	-	Memberikan peringkat atas obligasi yang diterbitkan emiten
Wali Amanat	-	Mewakili kepentingan para pemegang obligasi.

H. Tahapan Penawaran Umum Saham

Proses penerbitan saham terbagi menjadi 4 (empat) tahap sebagai berikut:

1. Tahapan Persiapan

Tahapan ini merupakan tahapan awal dalam rangka mempersiapkan segala sesuatu yang berkaitan dengan proses penawaran umum. Pada tahap yang paling awal perusahaan yang akan menerbitkan saham terlebih dahulu melakukan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk meminta persetujuan para pemegang saham dalam rangka penawaran umum saham. Setelah mendapat persetujuan, selanjutnya emiten melakukan penunjukan penjamin emisi, lembaga dan profesi penunjang pasar modal seperti akuntan publik, konsultan hukum, penilai dan notaris.

Pihak-pihak yang membantu *emiten* dalam proses penerbitan saham, antara lain:

- Penjamin emisi (*underwriter*) merupakan pihak yang paling banyak terlibat dalam membantu emiten dalam rangka penerbitan saham. Kegiatan yang dilakukan penjamin emisi, antara lain: menyiapkan berbagai dokumen, menyiapkan prospektus, dan lain-lain.
- Akuntan publik bertugas melakukan audit atau pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan.
- Penilai. Melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan dan menentukan nilai wajar dari aktiva tetap tersebut;
- Konsultan Hukum. Memberikan pendapat dari segi hukum (*legal opinion*).
- Notaris. Melakukan perubahan atas Anggaran Dasar, membuat akta perjanjian-perjanjian dalam rangka penawaran umum dan juga notulen-notulen rapat.

2. Tahapan Pengajuan Pernyataan Pendaftaran

Pada tahap ini dilengkapi dengan dokumen-dokumen pendukung (laporan keuangan yang telah diaudit, pendapat dari konsultan hukum, dan berbagai dokumen lainnya) menyampaikan pendaftaran kepada BAPEPAM dan menyatakan pernyataan pendaftaran menjadi efektif. Pernyataan efektif dari BAPEPAM merupakan tiket bagi perusahaan untuk melakukan penawaran umum di Pasar Perdana.

3. Penawaran Umum (Pasar Perdana)

Tahapan ini merupakan tahapan utama, karena pada waktu inilah emiten menawarkan saham kepada masyarakat investor. Investor dapat membeli saham tersebut melalui agen-agen penjual yang telah ditunjuk. Masa penawaran umum sekurang-kurangnya tiga hari kerja (masa di mana masyarakat mengisi formulir pemesanan dan penyerahan uang untuk diserahkan ke agen penjual). Perlu diingat pula bahwa tidak seluruh keinginan investor terpenuhi dalam tahapan ini. Misal, saham yang dilepas ke Pasar Perdana sebanyak 100 juta saham sementara yang ingin dibeli seluruh investor berjumlah 150 juta saham. Jika investor tidak mendapatkan saham pada Pasar Perdana, maka investor tersebut dapat membeli di Pasar Sekunder, yaitu setelah saham dicatatkan di Bursa Efek.

4. Pencatatan Saham di Bursa Efek

Setelah selesai penjualan saham di Pasar Perdana, selanjutnya saham tersebut dicatatkan di Bursa Efek. Di Indonesia, saham dapat dicatatkan di BEJ atau BES, maupun dicatatkan di kedua Bursa tersebut.

I. Prosedur Investor Membeli Saham di Pasar Perdana

Sebelum memutuskan untuk membeli suatu saham tentunya investor ingin mengetahui seluk-beluk tentang saham yang akan dibelinya. Dengan kata lain, investor ingin mengetahui kondisi perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Media yang memberikan atau menggambarkan semua informasi seputar penerbitan saham tersebut termasuk kondisi perusahaan penerbit disebut prospektus. Pada saat perusahaan mengajukan pernyataan pendaftaran ke BAPEPAM, maka perusahaan tersebut wajib menyebarkan prospektus tersebut kepada seluruh masyarakat luas, yaitu dengan memasang prospektus tersebut di 2 (dua) harian atau surat kabar dengan peredaran nasional. Dengan

hal tersebut diharapkan dan diasumsikan seluruh investor dapat mengetahui seluk-beluk perusahaan tersebut. Beberapa bagian penting dari prospektus yang patut mendapat perhatian dari calon investor adalah:

1. Bidang Usaha

Merupakan bidang usaha yang saat ini dijalankan oleh perusahaan. Informasi ini perlu diketahui oleh calon investor, karena dengan mengetahui bidang usaha perusahaan, maka dapat pula diketahui perusahaan tersebut berada pada sektor ekonomi yang mana. Informasi tentang bidang usaha biasanya tercantum pada bagian tengah dari halaman muka prospectus tersebut.

2. Jumlah Saham yang Ditawarkan

Bila perusahaan menawarkan saham, maka informasi mengenai jumlah saham yang akan ditawarkan juga perlu diketahui oleh calon investor. Karena jumlah saham yang ditawarkan kepada masyarakat menunjukkan berapa besar bagian dari modal disetor yang akan dimiliki oleh publik. Semakin besar jumlah saham yang ditawarkan akan semakin memiliki potensi untuk likuidnya perdagangan saham tersebut di Bursa. Informasi mengenai jumlah saham yang ditawarkan tercantum pada bagian tengah dari halaman muka prospectus tersebut.

3. Nilai Nominal dan Harga Penawaran

Nilai nominal adalah suatu nilai yang menunjukkan besarnya modal suatu perusahaan yang dimuat dalam Anggaran Dasar (AD) perusahaan tersebut. Nilai nominal ini juga akan dicantumkan pada setiap saham yang diterbitkan oleh perusahaan. Jika nilai nominal ini dibagi dengan seluruh jumlah saham, maka akan diperoleh nilai nominal per saham. Harga saham yang akan ditawarkan kepada masyarakat tidak harus sama dengan nilai nominal per saham. Harga setiap saham yang ditawarkan kepada masyarakat disebut dengan harga penawaran. Informasi tentang nilai nominal dan harga penawaran untuk setiap saham terdapat pada bagian tengah dari halaman muka prospektus bersama-sama dengan jumlah saham yang ditawarkan.

4. Riwayat Singkat Perusahaan

Bagian ini juga perlu diketahui oleh calon investor, karena bagian ini memberikan keterangan tentang riwayat singkat pendirian perusahaan, sehingga calon investor dapat mengetahui sudah berapa lama perusahaan tersebut didirikan dan beroperasi.

5. Tujuan *Go Public* (Rencana Penggunaan Dana)

Rencana penggunaan dana yang diperoleh dari hasil penawaran umum disajikan dalam suatu bagian tersendiri. Bagian ini sangat penting untuk diketahui oleh calon investor. Rencana penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran umum diberikan secara persentasi dari kegiatan-kegiatan yang akan dilakukan, yang biasanya berkisar pada aktivitas: ekspansi, membayar sebagian hutang, investasi pada anak perusahaan, menambah modal kerja.

6. Kegiatan dan Prospek Usaha

Pada dasarnya seorang investor yang membeli saham adalah membeli prospek usaha dari perusahaan tersebut. Karena itu kegiatan dan prospek usaha dari perusahaan termasuk anak perusahaannya perlu diketahui oleh calon investor. Kegiatan dan prospek usaha dari perusahaan biasanya meliputi aspek-aspek produksi, penjualan, pemasaran dan distribusi dari produk/jasa yang dihasilkan, prospek usaha, kompetisi dan strategi usaha, serta penelitian dan pengembangan.

7. Risiko Usaha

Setiap investasi tidak dapat terlepas dari risiko yang mungkin dihadapi. Untuk itu calon investor haruslah mengetahui kemungkinan risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Penjelasan mengenai risiko usaha diberikan dalam satu bab tersendiri, biasanya risiko usaha yang meliputi: risiko persaingan, risiko pasokan bahan baku, ketentuan negara lain atau peraturan internasional, kebijaksanaan pemerintah, risiko nilai tukar valuta asing, risiko kenaikan suku bunga, risiko iklim, dan risiko lainnya.

8. Kebijakan Dividen

Bagian ini memberikan informasi tentang kebijakan dividen yang direncanakan oleh perusahaan, yang diberikan dalam bentuk rentang jumlah persentase dividen tunai yang direncanakan dikaitkan jumlah laba bersih.

9. Kinerja Keuangan Perusahaan

Perkembangan keuangan perusahaan selama beberapa tahun terakhir sangat perlu diketahui oleh calon investor sebelum mengambil keputusan. Dengan mengetahui data keuangan masa lalu tersebut dapat dibuat suatu perkiraan (analisa *trend*) untuk tahun-tahun berikutnya.

10. Agen-agen Penjual

Agen penjual merupakan perusahaan-perusahaan Efek yang ditunjuk oleh penjamin emisi untuk bertindak selaku agen penjual dalam rangka memasarkan saham-saham yang ditawarkan pada penawaran umum. Investor yang akan melakukan pemesanan saham harus menghubungi agen-agen penjual tersebut, yang daftarnya tercantum pada bagian akhir daripada prospektus.

Dalam prospektus juga terdapat beberapa jadwal yang berhubungan dengan penawaran umum, antara lain:

1. Tanggal efektif adalah suatu tanggal yang menunjukkan tanggal dikeluarkannya Surat Pernyataan Efektif oleh BAPEPAM. Berdasarkan surat tersebut maka perusahaan dapat melakukan Penawaran Umum kepada masyarakat.
2. Masa penawaran adalah suatu periode dimana dilakukannya Penawaran Umum atas Efek yang akan ditawarkan kepada masyarakat. Masa penawaran ini sekurang-kurangnya 3 (tiga) hari kerja.
3. Tanggal akhir penjabatan adalah suatu tanggal dimana hasil akhir dari proses penjabatan atas pesanan Efek akan diumumkan kepada masyarakat. Penjabatan akan muncul apabila jumlah pesanan atas Efek melebihi jumlah Efek yang ditawarkan.
4. Tanggal pengembalian uang pesanan adalah suatu tanggal dimulainya pengembalian uang kepada pemesan yang terkena penjabatan atau yang pesannya tidak terpenuhi seluruhnya.
5. Tanggal pencatatan adalah suatu tanggal di mana suatu Efek mulai dicatatkan atau didaftarkan pada suatu Bursa Efek, yang berarti mulai tanggal itu pula Efek tersebut dapat diperdagangkan di Bursa Efek.

Sebagai gambaran, berikut data perusahaan yang melakukan Penawaran Umum Saham pada tahun 2013.

Tabel 2.2
Data Perusahaan yang Melakukan Penawaran Umum

Emiten & Kode Saham	Pasar Perdana	Nilai Nominal	Harga Perdana Saham	Ditawarkan Tgl.	Tercatat di BEJ
Arona Binasejati (ARTI)	23 s/d 25 Apr 03	500	650	95.000.000	30 Apr 03
Pelayaran Tempuran Emas (TMAS)	1 s/d 3 Juli 03	250	550	55.000.000	09 Jul 03
Bank Mandiri (BMRI)	2 s/d 4 Juli 03	500	675	2.900.000.000	14 Jul 03
Bank Rakyat Indonesia (BBRI)	3 s/d 5 Nov 03	500	875	3.811.765.000	10 Nov 03
Perusahaan Gas Negara (PGAS)	8 s/d 10 Des 03	500	1.500	1.296.296.000	15 Des 03
Asuransi Jasa Tania (ASJT)	19 s/d 23 Des 03	200	300	50.000.000	29 Des 03

Berdasarkan gambaran pada table di atas dapat disimpulkan beberapa hal, yaitu:

- a. Setiap perusahaan yang melakukan Penawaran Umum dan kemudian mencatatkan sahamnya di Bursa, maka pihak Bursa Efek akan memberikan kode saham untuk masing-masing perusahaan, seperti Bank Rakyat Indonesia diberi kode BBRI. Umumnya para pelaku pasar menggunakan kode untuk menyebut nama perusahaan yang tercatat di Bursa.
- b. Masa penawaran di Pasar Perdana adalah selama 3 (tiga) hari seperti terlihat pada contoh-contoh di atas. Jika investor tidak mendapat saham pada masa 3 (tiga) hari tersebut (Pasar Perdana), maka investor dapat membeli saham di Pasar Sekunder.
- c. Umumnya harga saham yang ditawarkan lebih tinggi dibanding nilai nominal saham tersebut. Selisih antara harga perdana dengan nilai nominal disebut Agio Saham. Contoh saham Bank Mandiri memiliki agio sebesar Rp 175,-.
- d. Jumlah saham yang ditawarkan sebuah perusahaan ketika go public atau Penawaran Umum adalah dalam jumlah besar, dapat mencapai ratusan juta bahkan miliaran saham. Saham-saham yang dilepas ke publik tersebut, akan dimiliki secara menyebar kepada ribuan investor.
- e. Terhitung sejak hari pertama dicatatkan di Bursa, maka suatu saham memasuki Pasar Sekunder, misalnya saham Bank BRI masuk Pasar Sekunder mulai tanggal 10 November 2013.

- f. Harga yang dicatatkan di Bursa adalah harga perdana (bukan nilai nominal saham). Harga perdana tersebut setelah tercatat di Bursa akan berubah (naik atau turun) sesuai permintaan dan penawaran atas saham tersebut.

J. Proses Pembelian Saham di Pasar Perdana

Seorang investor untuk melakukan pembelian saham di Pasar Perdana tentunya melalui beberapa proses yang harus diselesaikan, yaitu:

- a. Investor harus mendapatkan lembaran formulir pemesanan pembelian penawaran umum, disebut Formulir Pemesanan Pembelian Saham (FPPS). Formulir ini bisa diperoleh sebagai bagian tak terpisahkan dengan prospektus ringkas. Atau, investor bisa mengikuti cara lain: pergi ke agen penjualan yang ditunjuk oleh Penjamin Pelaksana Emisi IPO tersebut dan meminta formulir pemesanan.
- b. Selanjutnya investor mengisi formulir tersebut. Untuk mengisi formulir diperlukan satu salinan KTP. Perlu diketahui bahwa untuk satu formulir tercatat atas nama satu pemesan saja. Jadi satu KTP untuk satu formulir.
- c. Melakukan pembayaran atas pemesanan yang diajukan investor. Pembayaran dapat dilakukan melalui giro atau transfer dana yang ditujukan pada rekening agen penjualan. Simpan bukti pembayaran untuk menjalankan langkah keempat.
- d. Kembalikan formulir pemesanan, dilengkapi dengan bukti pembayaran, ke agen penjualan. Jangan sampai terlambat melakukan pengembalian formulir, atau investor tidak bisa membeli saham IPO yang diidam-idamkan. Hari terakhir masa Penawaran Umum merupakan hari terakhir pengembalian. Masa Penawaran Umum sendiri berlangsung selama minimal 3 (tiga) hari. Kalau investor memang tidak sempat melakukan pembayaran ke rekening agen penjualan, maka dapat melakukan pembayaran secara tunai.
- e. Tunggu pengumuman hasil penjatahan. Permintaan Efek tidak selalu semuanya dapat dipenuhi. Jika jumlah Efek yang tersedia sama atau lebih besar dari pada jumlah yang di pesan, pemesan akan menerima seluruh jumlah Efek yang dipesan. Sebaliknya, bila jumlah Efek yang dipesan melebihi jumlah Efek yang tersedia, pemesan akan mendapatkan setidaknya satu lot plus bagian yang teralokasikan dari sisa yang ada. Atau bila setiap pemesan tidak berkesempatan untuk mendapatkan minimal satu

lot, penjatahan dilakukan secara undian. Maka jangan terburu emosi bila investor mendapatkan jumlah Efek yang tidak sesuai dengan pesanan Anda, atau bila investor bahkan tidak mendapatkan jatah sama sekali. Juga, perlu diketahui berapa jumlah Efek yang diperoleh investor dari proses penjatahan tadi. Lamanya proses penjatahan paling lambat adalah 6 hari kerja setelah berakhirnya masa penawaran. Hasil penjatahan dapat ditanyakan kepada agen penjual, atau bila investor berhubungan dengan agen penjualan yang bagus, agen penjualanlah yang akan menghubungi investor, baik itu melalui telepon atau faksimili. Jika pemesanan Efek ditolak sebagian atau seluruhnya, atau terjadi pembatalan Penawaran Umum, uang pemesanan investor akan dikembalikan. Pastikan agen penjualan melakukan hal itu selambat-lambatnya 4 (empat) hari kerja sesudah tanggal penjatahan atau sesudah tanggal diumumkannya pembatalan tersebut.

- f. Dapatkan Surat Saham Kolektif (SSK), yakni bukti investasi. Investor sebenarnya dapat mengambilnya pada agen penjualan tadi dan kemudian menyimpannya sendiri, atau dapat meminta agen penjual menyimpan SSK tersebut. Pada langkah keenam proses pembelian IPO sudah selesai. Setelah itu investor dapat segera menjualnya melalui agen penjualan, bila agen penjualan tersebut memang merupakan Perusahaan Efek, atau investor dapat menyimpan Efek dan menjualnya di Pasar Sekunder.

K. Pencatatan Saham di Bursa Efek

Puncak dari pelaksanaan penawaran umum saham adalah pencatatan saham di Bursa Efek. Di Indonesia, pencatatan saham dapat dilakukan baik di BEJ maupun di BES. Setelah suatu saham dicatatkan di Bursa, maka selanjutnya saham tersebut dapat diperjualbelikan di Bursa tersebut. Proses jual beli di Bursa Efek disebut dengan istilah Pasar Sekunder. Saham-saham yang dicatatkan di BEJ dikelompokkan ke dalam dua papan pencatatan, yaitu: Papan Utama dan Papan Pengembangan. Intinya, suatu saham akan masuk papan utama jika perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut merupakan perusahaan besar, sedangkan papan pengembangan diperuntukkan bagi perusahaan dengan skala menengah. Pembagian papan pencatatan tersebut semata-mata untuk keperluan pengelompokan.

Dengan demikian akan memudahkan bagi investor untuk mengetahui berapa jumlah saham yang termasuk kelompok besar dan berapa yang masuk

kelompok menengah. Sebagai gambaran, perusahaan dikategorikan kedalam Papan Utama jika memiliki aset di atas 300 miliar, sedangkan kelompok papan pengembangan mengacu kepada perusahaan dengan aset di bawah 300 miliar dan di atas 10 miliar.

L. Keterbukaan Informasi setelah Penawaran Umum

Setelah perusahaan *go public* dan mencatatkan Efeknya di Bursa, maka *emiten* sebagai perusahaan publik, wajib menyampaikan laporan secara rutin maupun laporan lain jika ada kejadian penting kepada BAPEPAM dan BEI. Seluruh laporan yang disampaikan oleh emiten kepada Bursa, yaitu laporan adanya kejadian penting, secepatnya akan dipublikasikan oleh Bursa kepada masyarakat investor melalui pengumuman di lantai Bursa maupun melalui internet. Investor dapat memperoleh informasi tersebut melalui perusahaan pialang, internet, koran, televisi maupun radio. Hal ini penting karena sebagian besar investor terutama investor publik tidak memiliki akses langsung kepada emiten. Untuk mengetahui kinerja perusahaan, investor sangattergantungan pada informasi tersebut. Oleh karena itu kewajiban pelaporan dimaksudkan untuk peyebaran informasi, sehingga informasi tersebut dapat sampai secara tepat waktu dan tepat guna kepada investor. Kewajiban pelaporan ini merupakan pelaksanaan “keterbukaan informasi” dari emiten yang disampaikan kepada BAPEPAM dan Bursa untuk dipublikasikan kepada masyarakat investor. Laporan tersebut antara lain: (a) Kewajiban Pelaporan Rutin; (b) Laporan Keuangan Tahunan; (c) Laporan Tahunan; (d) Iklan Laporan Keuangan Tahunan; (e) Laporan Keuangan Tengah Tahunan; (f) Laporan Keuangan Triwulanan; (g) Laporan Penggunaan Dana Hasil Emisi; (h) Laporan Kegiatan Registrasi Bulanan; (i) Kewajiban Pelaporan Berkala; (j) Setiap ada Kejadian Penting dan Relevan; (k) Laporan Lainnya; (l) Perubahan Anggaran Dasar; dan (m) Rencana RUPS/RUPSLB.

BAB III

MANAJEMEN

DAN KEPUTUSAN INVESTASI

A. Pengertian Investasi

Beberapa pakar ekonomi mengemukakan pengertian daripada investasi tersebut, di antaranya: menurut Sharpe *et al.* (1995: 1) mengemukakan pengertian investasi sebagai berikut: *"Investment is the sacrifice of certain present value for (possibly uncertain) future value."* Maksudnya bahwa investasi merupakan pengorbanan nilai pada saat ini untuk nilai di masa yang akan datang (dalam keadaan tidak pasti).

Francis (1991: 1) mengemukakan pengertian investasi sebagai berikut: *"An Investment is a commitment of money that is expected to generate additional money"*. Menurut pendapat Francis tersebut investasi merupakan penanaman sejumlah uang yang diharapkan menghasilkan tambahan uang di masa yang akan datang.

Hirt (1993: 15) mengatakan bahwa: *"Investment defined as the commitment of current funds in anticipation of receiving a large future flow of funds."* Dimaksudkan bahwa investasi didefinisikan sebagai tanggung jawab atas dana dalamantisipasi penerimaan arus dana yang besar di masa mendatang. Keputusan investasi bagi seorang investor menyangkut masa akan datang yang mengandung ketidakpastian, yang berarti mengandung faktor risiko bagi investor (Francis, 1991: 1). Pengetahuan tentang risiko merupakan suatu hal yang penting dimiliki oleh setiap investor maupun calon investor. Bagi investor yang rasional, paling tidak harus mempertimbangkan dua hal, yaitu pendapatan yang diharapkan dan risiko yang terkandung dari investasi yang dilakukannya. Umumnya risiko selalu terdapat pada setiap investasi, baik investasi yang dilakukan pada *real assets* (seperti: tanah, bangunan, mesin, emas), maupun pada *financial assets* (seperti: saham dan obligasi) tetapi besar kecilnya risiko tersebut tergantung pada jenis investasinya (Bodie *et al.*, 1989: 10-11).

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang (Jones, 2000: 3). Pihak-pihak yang melakukan investasi disebut investor yang dapat digolongkan menjadi 2 (dua),

yaitu investor individual (*individual investors*) dan investor institusional (*institutional investors*).

Dasar pengambilan keputusan investor terdiri atas tingkat *return* yang diharapkan (*expected return*), risiko, dan hubungan antar *return* dan tingkat risiko (Jones, 2000: 11).

1. *Return*

Para investor termotivasi untuk melakukan investasi salah satunya adalah dengan membeli saham perusahaan dengan harapan untuk mendapatkan kembalian investasi yang sesuai dengan apa yang telah diinvestasikannya. *Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi atau tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Hartono, 2000: 107). Tanpa keuntungan yang diperoleh dari suatu investasi yang dilakukannya, tentunya investor tidak mau melakukan investasi yang tidak ada hasilnya. Setiap investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama yaitu memperoleh keuntungan yang disebut *return*, baik secara langsung maupun tidak langsung. Alasan untuk berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Dalam konteks manajemen investasi, tingkat keuntungan investasi disebut *return*. *Return* yang diharapkan oleh seseorang merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko inflasi.

Konsep *return* atau kembalian (Ang 1997: 97) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. *Return* saham merupakan *income* yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di perusahaan tertentu. *Return* saham dapat dibedakan menjadi dua jenis (Jogiyanto 2000), yaitu *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi dapat digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja perusahaan dan dapat digunakan sebagai dasar penentu *return* ekspektasi dan risiko di masa yang akan datang, sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan terjadi di masa mendatang dan masih bersifat tidak pasti.

2. Risiko

Umumnya semakin besar risiko, maka semakin besar pula tingkat *return* yang diharapkan. Penelitian terhadap *return* saham dan obligasi di Amerika Serikat yang dilakukan oleh Jeremy J. Siegel tahun 1992, menemukan bahwa dalam periode 1802-1990, *return* saham jauh melebihi *return* obligasi. Salah satu faktor menyebabkan terjadinya fenomena *equity premium* tersebut adalah

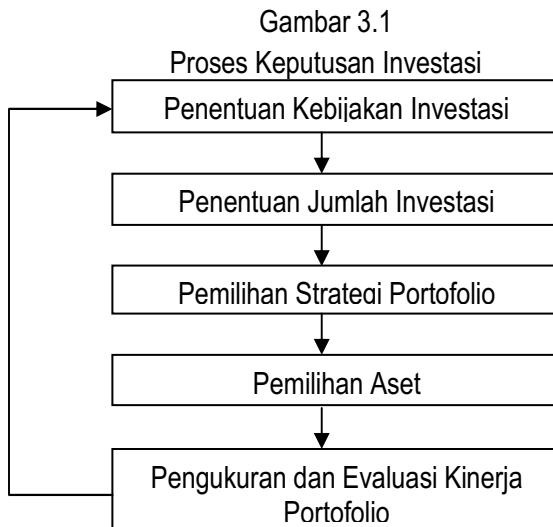
adanya fakta bahwa risiko saham lebih tinggi daripada risiko obligasi. Ini dapat diartikan sebagai kemungkinan *realized return* yang berbeda dengan *expected return* (Jones, 2000: 13). Sikap investor terhadap risiko sangat tergantung kepada preferensi investor rasional, maka investor yang lebih berani berinvestasi akan memilih risiko investasi yang lebih tinggi, dan diikuti oleh harapan return yang tinggi pula. Sebaliknya, investor yang enggan menanggung risiko tidak akan mengharapkan *return* yang tinggi pula. Investor jenis ini dapat disebut *risk-averse investors* (Jones, 2000: 10).

3. Hubungan *Return* dan Tingkat Risiko

Dalam dunia investasi dikenal adanya hubungan kuat antara *risk* dan *return*, yaitu jika risiko tinggi, maka *return* juga akan tinggi begitu pula sebaliknya jika *return* rendah, maka risiko juga akan rendah. Hubungan antara *expected return* dan tingkat risiko (*risk*) merupakan hubungan yang bersifat searah dan linear. Artinya, semakin besar risiko suatu aset, maka semakin besar pula *expected return* atas aset tersebut. *Risk* dan *return* merupakan kondisi yang dialami oleh perusahaan, institusi dan individu dalam keputusan investasi yaitu baik kerugian ataupun keuntungan dalam suatu periode akuntansi.

B. Proses Keputusan Investasi

Proses keputusan investasi merupakan proses keputusan yang berkesinambungan (*on going process*). Proses keputusan investasi terdiri dari tahapan-tahapan yang dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: Fabozzi, 1995: 24; Tandelilin, 2001

Berdasarkan gambar 3.1 di atas, tahapan awal dari proses keputusan investasi adalah penentuan tujuan dan kebijakan investasi. Berdasarkan gambar di atas tahapan awal dalam proses keputusan investasi adalah penentuan tujuan dan kebijakan investasi. Pada tahapan ini ditentukan tujuan investasi yang akan dilakukan dan penentuan kebijakan untuk memenuhi tujuan investasi yang telah ditetapkan. Terdapat 2 (dua) jenis strategi *portofolio* yang dapat dilakukan (Fabozzi, 1995: 25), yaitu strategi aktif yang meliputi kegiatan penggunaan informasi yang tersedia dan teknik-teknik peramalan untuk mencari kombinasi *portofolio* yang lebih baik, dan strategi pasif yang meliputi aktivitas investasi pada *portofolio* yang seiring dengan kinerja indeks pasar.

Tahapan selanjutnya adalah pemilihan aset, yaitu pemilihan aset-aset yang akan dimasukkan dalam *portofolio*. Tahapan terakhir adalah pengukuran dan evaluasi kinerja *portofolio* meliputi pengukuran kinerja *portofolio* dan perbandingan dengan hasil pengukuran kinerja *portofolio* lainnya melalui proses *benchmarking* untuk mengetahui seberapa baik kinerja *portofolio* (Archer and D' Ambrosio, 1972: 247). Proses *benchmarking* dilakukan terhadap indeks *portofolio* pasar, untuk mengetahui seberapa baik kinerja *portofolio* yang telah ditentukan dibanding dengan *portofolio* lainnya (*portofolio* pasar).

C. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham yang dinyatakan dalam angka indeks. Indeks saham digunakan untuk tujuan analisis dan menghindari dampak negatif dari penggunaan harga saham dalam rupiah. *Corporate action* yang dilakukan oleh perusahaan dapat merusak analisis apabila menggunakan harga saham dalam rupiah tanpa dikoreksi lebih dahulu. Menggunakan indeks dapat dihindari kesalahan analisis walaupun tanpa koreksi. Indeks harga saham merupakan indikator yang dapat digunakan para pemodal untuk mengetahui pergerakan pasar. Dengan melihat angka indeks, maka kita dapat mengetahui apakah pergerakan pasar pada hari ini lebih tinggi atau lebih rendah dari kemarin, kita dapat pula membandingkan kondisi pasar pada minggu ini dibandingkan minggu kemarin, bulan lalu dengan bulan sekarang, dan seterusnya.

Bagi mereka yang aktif dalam jual beli saham, informasi seputar pergerakan indeks harga saham merupakan informasi vital. Dengan mengetahui posisi indeks, maka investor dapat memperkirakan apa yang sebaiknya dilakukan terhadap saham-saham yang dimilikinya, apakah ia menjual, membeli

atau menahan saham tersebut. Informasi tentang posisi dan perkembangan indeks dapat kita temukan di surat kabar, radio maupun berita-berita di televisi.

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indeks berfungsi sebagai indikator trend pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah pasar sedangkan aktif atau lesu. Indeks yang sering kita dengar-dengar di televisi atau media lainnya adalah IHSG; artinya indeks tersebut mencerminkan pergerakan seluruh saham yang terdapat di Bursa tersebut. Sebagai contoh, jika dikatakan bahwa IHSG di BEI berada pada level 1.330, artinya indeks tersebut menggambarkan atau mewakili pergerakan harga seluruh saham yang ada di BEI yang berjumlah sekitar 400-an saham.

Setiap Bursa Efek akan menetapkan angka basis indeks yang berbeda, yaitu ada yang dimulai dengan basis 100, 500 atau 1.000 jenis indeks dapat dikelompokkan menjadi 3 (tiga), yaitu:

1. Indeks Harga Saham Individual

Ketika pertama kali saham dicatatkan di Bursa Efek, yaitu pada pagi hari sebelum perdagangan di Bursa dimulai, saham tersebut sudah mempunyai harga, yaitu harga yang dibayar oleh investor di pasar perdana, atau harga perdana. Pada umumnya harga perdana tercantum dalam *prospectus* yang merupakan harga tetap yang harus dibayar oleh investor tanpa ditambah biaya transaksi. Investor yang membeli saham di pasar perdana dan kemudian menjual sahamnya di Bursa efek pasti ingin mengetahui persentase kenaikannya. Oleh karena itu, harga perdana digunakan sebagai nilai dasar (*unit based value*) dalam menghitung indeks harga saham. Apabila terjadi *corporate action*, misalnya *split*, pembagian saham bonus, atau deviden saham, maka nilai dasar harus disesuaikan. Perhitungan indeks harga saham individu dilakukan dengan rumus berikut:

$$\text{IHSG} = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Pasar}}{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Nilai Dasar}} \times 100$$

2. Indeks Harga Saham Parsial

Setiap pihak dapat menciptakan indeks harga saham yang terdiri dari beberapa jenis saham untuk kepentingan sendiri. Apabila indeks harga saham parsial tersebut ternyata baik digunakan sebagai pedoman oleh investor, maka

indeks tersebut akan laris diperdagangkan. Misalnya indeks *nikkei* S & P 100 adalah indeks gabungan dari 100 jenis saham di Amerika Serikat. Indeks harga saham parsial tersebut lebih laku diperdagangkan daripada indeks harga saham gabungan (*composite index*). Rumus yang digunakan untuk menghitung indeks harga saham parsial adalah:

$$\text{Indeks Saham 100} = \frac{(\text{Kapitalisasi Pasar})}{\sum_1^{100} (\text{Nilai Dasar})} \times 100$$

Di mana:

- Indeks 100 = jumlah kapitalisasi pasar 100 emiten dibagi dengan jumlah nilai dasar dari 100 emiten kemudian dikalikan dengan 100 sebagai angka dasar
 - Kapitalisasi Pasar = saham beredar x harga pasar per unit saham
 - Total Nilai Dasar = jumlah saham beredar x nilai dasar per unit saham
- Indeks 100 berarti indeks dari 100 jenis saham.

3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Menurut Kartopo (1997), IHSG pertama kali diperkenalkan pada tanggal 1 April 1983 sebagai indikator pergerakan harga saham di BEI, indeks ini mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan *preferen* yang tercatat di BEI. Hari dasar untuk perhitungan IHSG adalah tanggal 1 Agustus 1982. Pada tanggal tersebut, indeks ditetapkan dengan nilai dasar 100 dan saham tercatat pada saat itu berjumlah 13 saham (Wilsom R. L, 2008: 22).

IHSG (*Composite Stock Price Indeks = CSPI*) merupakan indeks gabungan dari seluruh jenis saham yang tercatat di Bursa efek. Cara perhitungan IHSG sama dengan indeks harga saham parsial, yang berbeda hanya jumlah *emiten*. IHSG pada dasarnya mencerminkan harga-harga seluruh saham yang diperdagangkan dalam waktu tertentu dibagi dengan nilai pasarnya dikalikan 100 persen di BEI. IHSG dihitung setiap hari atau setiap detik selama jam perdagangan. IHSG berubah setiap hari karena: (a) Perubahan harga pasar yang terjadi setiap hari; dan (b) Adanya saham tambahan.

Penambahan jumlah saham beredar berasal dari *emisi* baru, yaitu masuknya *emiten* baru yang tercatat di Bursa efek, atau terjadi tindakan *corporate action* berupa *split*, *rifh*, *warrant*, deviden saham, saham bonus, dan saham konversi (Syamsul, 2006: 179).

D. Jenis-Jenis Indeks Harga Saham di BEI

Pada BEI terdapat beberapa jenis indeks yang diperjualbelikan atau diperdagangkan, antara lain:

1. Indeks individual, menggunakan indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya, atau indeks masing-masing saham yang tercatat di BEI
2. Indeks harga saham sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor, misalnya sektor keuangan, pertambangan, dan lain-lain.
3. Indeks harga saham gabungan atau IHSG (*composite stock price index*), menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen perhitungan
4. Indeks LQ 45, yaitu indeks yang terdiri dari 45 saham pilihan dengan mengacu kepada 2 (dua) variabel, yaitu likulitas perdagangan dan kapitalisasi pasar.
5. Indeks syariah atau JII (*Jakarta Islamic Index*). JII merupakan indeks saham yang mengakomodasi investasi syariah dalam Islam atau indeks yang berdasarkan syariah Islam. Saham-saham yang masuk dalam indeks syariah adalah *emiten* yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah Islam, seperti:
 - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram
 - d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan atau menyediakan barang-barang atau pun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudarat* (merusak).
6. Indeks papan utama dan papan pengembangan, yaitu indeks harga saham yang secara khusus didasarkan pada kelompok-kelompok saham yang tercatat di BEI.

E. Tata Cara Perhitungan Indeks Harga Saham

Seperti halnya perhitungan indeks di Bursa lainnya, perhitungan indeks di BEI menggunakan rata-rata tertimbang dari nilai pasar (*market value weighted avergade index*). Rumus dasar perhitungan indeks adalah:

$$\text{Indeks} = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Dasar}} \times 100$$

Di mana:

Nilai pasar = kumulatif jumlah saham hari ini di kali harga pasar hari ini atau di sebut sebagai kapitalisasi pasar.

Nilai dasar = nilai yang dihitung berdasarkan harga perdana dari masing-masing saham atau berdasarkan harga yang telah dikoreksi jika perusahaan telah melakukan kegiatan yang menyebabkan jumlah saham yang tercatat di Bursa berubah, atau kegiatan yang menyebabkan perubahan harga dasar saham tersebut.

Untuk memberikan ilustrasi perhitungan indeks, berikut diberikan contoh kasus perhitungan indeks yang telah disederhanakan. Misalnya, Bursa Efek GEMILANG memiliki 3 (tiga) saham yang tercatat di Bursa tersebut, yaitu saham A, saham B, dan saham C.

Tabel 3.1
Perhitungan IHSG (Periode Awal, Nilai Dasar = Nilai Pasar)

Saham	Jumlah Saham (Unit)		Harga Saham (Rp)		Nilai Pasar (Rp)	
	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini
A		2.000.000		500		1.000.000.000
B		3.000.000		700		2.100.000.000
C		8.000.000		1.200		9.600.000.000
						12.700.000.000

Nilai Dasar = 12.700.000.000

Nilai Pasar = 12.700.000.000

Indeks = $(12.700.000.000/12.700.000.000) \times 100 = 100$

Tabel 3.2
Periode 1 Terjadi Perubahan Harga Saham C

Saham	Jumlah Saham (Unit)		Harga Saham (Rp)		Nilai Pasar (Rp)	
	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini
A	2.000.000	2.000.000	500	500	1.000.000.000	1.000.000.000
B	3.000.000	3.000.000	700	700	2.100.000.000	2.100.000.000
C	8.000.000	8.000.000	1.200	1.500	9.600.000.000	12.000.000.000
					12.700.000.000	15.100.000.000

Nilai Dasar Sebelum = 12.700.000.000

Nilai Dasar Baru = 12.700.000.000

Nilai Pasar Sebelum = 15.100.000.000

Nilai Pasar Baru = 15.100.000.000

Indeks = $(15.100.000.000 / 12.700.000.000) \times 100 = 118,897$

Indeks mengalami kenaikan sebesar 118,897%

Tabel 3.3
Periode 2 Terjadi Perubahan Harga Saham A dan B

Saham	Jumlah Saham (Unit)		Harga Saham (Rp)		Nilai Pasar (Rp)	
	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini
A	2.000.000	2.000.000	500	500	1.000.000.000	1.000.000.000
B	3.000.000	3.000.000	700	900	2.100.000.000	2.700.000.000
C	8.000.000	8.000.000	1.200	1.500	9.600.000.000	12.000.000.000
					12.700.000.000	15.900.000.000

Nilai Dasar Baru = 15.100.000.000

Nilai Pasar Baru = 15.900.000.000

Indeks = $(15.900.000.000 / 15.100.000.000) \times 100 = 105,298$

Indeks mengalami kenaikan sebesar 105,298%

Tabel 3.4
Periode 3 Terjadi Perubahan Harga Saham B dan C

Saham	Jumlah Saham (Unit)		Harga Saham (Rp)		Nilai Pasar (Rp)	
	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini	Sebelum	Hari Ini
A	2.000.000	2.000.000	500	500	1.000.000.000	1.000.000.000
B	3.000.000	3.000.000	700	900	2.100.000.000	2.700.000.000
C	8.000.000	8.000.000	1.500	1.500	12.000.000.000	12.000.000.000
					15.900.000.000	15.900.000.000

Tabel 3.5
Perhitungan Indeks Saat Awal (Misalnya 1 Minggu yang Lalu)

Saham	Jumlah Saham	Harga	Kapitalisasi Pasar
A	10 Juta	Rp 2.000	Rp 20 Miliar
B	10 Juta	Rp 3.000	Rp 30 Miliar
Kapitalisasi Pasar			Rp 50 Miliar

Indeks pada awal selalu di tetapkan dengan nilai 100.

Tabel 3.6
Perhitungan Indeks 1 Minggu Kemudian

Saham	Jumlah Saham	Harga	Kapitalisasi Pasar
A	10 Juta	Rp 2.000	Rp 20 Miliar
B	10 Juta	Rp 3.000	Rp 30 Miliar
Kapitalisasi Pasar			Rp 50 Miliar

Indeks = $\frac{\text{kapitalisasi pasar saat ini}}{\text{kapitalisasi pasar sebelumnya}} \times \text{indeks awal}$

$$57/50 \times 100 = 114$$

Perhatikan, jika di awal minggu nilai indeks bernilai 100, maka 1 minggu kemudian meningkat menjadi 114 atau meningkat 14%. Hal tersebut disebabkan peningkatan harga saham A dan B. Jika jumlah saham hanya sedikit tentu lebih mudah untuk menghitung saham-saham yang naik atau yang turun.

Selanjutnya mengacu kepada contoh di atas, terdapat tambahan 3 saham baru yang tercatat di Bursa Efek GEMILANG, yaitu saham C, D, dan E.

Tabel 3.7

Perhitungan Indeks 1 Minggu Kemudian dengan Tambahan 3 Saham Baru

Saham	Jumlah Saham	Harga	Kapitalisasi Pasar
A	10 Juta	Rp 2.200	Rp 20 Milyar
B	10 Juta	Rp 3.500	Rp 30 Milyar
C	50 Juta	Rp 4.000	Rp 200 Milyar
D	60 Juta	Rp 1.500	Rp 90 Milyar
E	100 Juta	Rp 3.500	Rp 350 Milyar
Kapitalisasi Pasar			Rp 697Milyar

Dengan adanya tambahan 3 saham baru tersebut, maka indeks dapat dihitung menjadi:

$$697/57 \times 100 = 1.222,80$$

Sebelum menghitung indeks pada hari tersebut, maka terlebih dahulu dilakukan penyesuaian menjadi:

$$\text{Indeks} = \frac{\text{Kapitalisasi Pasar Saat Ini}}{\text{Kapitalisasi Pasar Sebelumnya}} \times \text{Indeks Awal}$$

$$57/50 \times 100 = 114$$

Setiap hari petugas di Bursa melakukan perhitungan indeks. Dalam melakukan perhitungan indeks tersebut, dilakukan beberapa penyesuaian perhitungan. Hal ini dilakukan karena adanya perubahan harga saham serta adanya perubahan jumlah saham yang tercatat di Bursa. Misalnya PT. ABC, yang semula tercatat 100 Juta saham kemudian berubah menjadi 110 Juta saham.

Dengan adanya indeks, maka dapat diketahui *trend* pergerakan harga saham saat ini; apakah sedang naik, stabil atau turun. Misalnya, jika awal bulan nilai indeks 500 dan saat ini di akhir bulan menjadi 550, maka dapat dikatakan bahwa secara rata-rata harga saham di Bursa tersebut mengalami peningkatan sebesar 10%.

Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Harga saham akan mengalami pergerakan dalam hitungan detik atau pun menit, maka nilai indeks pun betfluktuasi dalam hitungan waktu

yang cepat pula. Pergerakan nilai indeks memang secara signifikan dipengaruhi oleh pergerakan atau perubahan harga saham-saham dengan kapitalisasi besar, sebaliknya perubahan harga saham-saham dengan kapitalisasi nyaris tidak berdampak terhadap nilai indeks (IHSG). Hal tersebut dikarenakan bobot masing-masing saham yang berbeda, sehingga tidak mengherankan jika pergerakan indeks tersebut sangat ditentukan oleh saham-saham kapitalisasi besar.

Adapun perhitungan indeks harga saham gabungan dilakukan dengan rumus berikut:

$$\text{IHSG} = \frac{\text{Nilai Pasar} = \text{Jumlah Saham Tercatat} \times \text{Harga Terakhir}}{\text{Nilai Dasar} = \text{Jumlah Saham Tercatat} \times \text{Harga Perdana}} \times 100$$

Di mana:

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan Hari ke-1

Nilai Pasar = Rata-rata tertimbang nilai pasar (jumlah lembar saham tercatat di Bursa dikali dengan harga pasar per lembarnya) dari saham umum dan saham preferen pada hari ke-t

Nilai Dasar = Nilai pasar tetapi dimulai dari tanggal 10 Agustus 1982

Dalam mengeliminir pengaruh faktor-faktor yang bukan harga saham, nilai dasar disesuaikan bila terjadi *corporate action* seperti *split* saham, deviden saham, saham bonus, penawaran terbatas dan sebagainya. Dengan demikian indeks benar-benar mencerminkan pergerakan harga saham-saham (Wilsom R.L, 2008: 21).

Indeks harga adalah merupakan suatu angka yang digunakan untuk melihat perubahan mengenai harga dalam waktu dan tempat yang sama ataupun berlainan. Indeks adalah ukuran statistik yang biasanya digunakan menyatakan perubahan-perubahan perbandingan nilai suatu variabel tunggal atau nilai kelompok variabel. Menurut Jogiyanto (2000), IHSG sebenarnya merupakan angka indeks harga saham yang sudah disusun dan dihitung sehingga menghasilkan *trend*, di mana angka indeks adalah angka yang sudah diolah sedemikian rupa, sehingga dapat digunakan membandingkan kejadian yang dapat berupa perubahan harga saham dari waktu ke waktu. Dalam perhitungan

angka indeks digunakan waktu dasar (*base period*) dan waktu sedang berjalan (*given/parent period*) (Jones, 2000: 11).

Perhitungan nilai indeks dapat dilakukan dengan beberapa macam pendekatan, yaitu: (1) menghitung rata-rata (*arithmetic mean*) harga saham yang masuk ke dalam anggota indeks; (2) menghitung (*geometric mean*) dan indeks individual saham yang masuk anggota indeks; (3) menghitung rata-rata tertimbang nilai pasar. Umumnya semua indeks harga saham gabungan (*composite*) menggunakan metode rata-rata tertimbang termasuk di Bursa Efek Indonesia (BEI, 2008).

Sekarang ini PT. Bursa Efek Indonesia memiliki 16 (enam belas) macam indeks harga saham sektoral yang secara terus menerus disebarluaskan melalui media cetak dan elektronik, sebagai salah satu pedoman bagi investor untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia. Keenam belas macam indeks tersebut sebagai berikut:

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menggunakan semua *emiten* yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.
2. Indeks Sektoral, menggunakan semua *emiten* yang termasuk dalam masing-masing sektor.
3. Indeks LQ. 45, menggunakan 45 *emiten* yang dipilih berdasarkan kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar, dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan.
4. Jakarta Islamic Index (JII), menggunakan 30 *emiten* yang masuk dalam kriteria syariah dan termasuk saham yang memiliki kapitalisasi besar dan likuiditas tinggi.
5. Indeks Kompas 100, menggunakan 100 saham yang dipilih berdasarkan kriteria likuiditas dan kapitalisasi pasar dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan.
6. *Index Mining*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria perusahaan pertambangan.
7. *Index Agriculture*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria jenis perusahaan pertanian.
8. *Index Miscellaneous Industry*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria perusahaan aneka industri.
9. *Index Infrastructure and Transportation*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria perusahaan sektor infrastruktur dan transportasi.
10. *Index Consumer Goods and Consumption*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria perusahaan sektor industri barang dan konsumsi.

11. *Index Property and Real Estate*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria perusahaan sektor *property* dan *real estate*.
12. *Index Finance*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria perusahaan pembiayaan.
13. *Index Trade, Service, and Investment*, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria perusahaan perdagangan, jasa, dan investasi.
14. Indeks Papan Utama, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria papan utama.
15. Indeks Papan Pengembangan, menggunakan *emiten* yang masuk dalam kriteria papan pengembangan.
16. Indeks Individual, yaitu harga saham masing-masing *emiten*.

Seluruh indeks yang ada di BEI menggunakan metode perhitungan yang sama, yaitu metode rata-rata tertimbang berdasarkan saham yang tercatat. Perbedaan utama yang terdapat pada masing-masing indeks adalah jumlah emiten dan harga dasar yang digunakan untuk menghitung indeks. Misalnya indeks L.Q. 45 menggunakan 45 saham untuk perhitungan indeks, sedangkan Jakarta Islamic Indeks (JII) menggunakan 30 (tiga puluh) saham untuk perhitungan indeks. Indeks-indeks tersebut ditampilkan terus-menerus melalui melalui *display wall* di lantai Bursa dan disebarluaskan ke masyarakat luas oleh data vendor melalui *feed*.

F. Pasar Modal dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Pada dasarnya kinerja pasar modal dapat dievaluasi dengan indikator indeks, indeks dibuat dan dijadikan sebagai tolok ukur (*lead indicator*) dalam mengevaluasi kinerja pasar modal, dan bahkan indeks juga dijadikan sebagai indikator ekonomi untuk mencermati kondisi perekonomian secara makro. Dari berbagai penelitian menunjukkan bahwa pasar saham dan aktivitas ekonomi bergerak dengan siklus pola yang serupa. Perubahan pada pasar saham cenderung akan diikuti pula oleh perubahan pada kondisi bisnis. Karena itu, indeks harga saham kemudian menjadi salah satu komponen utama indikator ekonomi (*leading indicator economic*) yang secara konsisten memberikan indikasi tentang adanya perubahan aktivitas bisnis, dan juga sebagai landasan analisis statistik atas pasar terakhir. Manfaatnya menjadi lebih karena dibandingkan dengan indikator-indikator lain yang memiliki rentang waktu yang cukup panjang, indeks harga saham tersedia setiap waktu dan selalu dapat dimonitor (Wilsom R. L, 2008: 41).

Perubahan harga saham setiap hari akan membentuk nilai indeks harga saham. Angka indeks dibuat sedemikian rupa hingga dapat digunakan untuk mengukur kinerja saham yang dicatat di Bursa Efek, di mana *return and risk* pasar tersebut dihitung. *Return portofolio* diharapkan meningkat jika indeks harga saham cenderung meningkat, demikian pula sebaliknya *return* tersebut turun jika indeks harga saham gabungan cenderung turun. Bahkan saat ini indeks harga saham gabungan dapat dijadikan barometer yang menunjukkan kesehatan ekonomi suatu negara, dan juga dapat dijadikan dasar dalam menganalisis kondisi pasar modal (BEI, 2008). Apabila terjadi peningkatan IHSG, maka kondisi pasar diasumsikan bagus. IHSG digunakan oleh investor dalam melihat kondisi Bursa yang akan digunakan untuk mengambil suatu keputusan bertransaksi saham (Wilsom R. L, 2008: 3).

Naiknya IHSG tidak berarti seluruh jenis saham mengalami kenaikan harga, tetapi sebagian yang mengalami kenaikan dan juga sebagian lain mengalami penurunan. Demikian juga, turunnya IHSG dapat diartikan bahwa sebagian saham mengalami penurunan dan sebagian lagi mengalami kenaikan. Jika suatu jenis saham harganya naik dan IHSG juga naik, maka berarti saham tersebut memiliki korelasi positif dengan kenaikan IHSG. Jika suatu jenis saham naik harganya tetapi IHSG turun, maka berarti saham tersebut berkorelasi negatif dengan IHSG. Pengetahuan mengenai korelasi antara perubahan harga suatu jenis saham dan perubahan indeks harga pasar sangat penting untuk menghitung risiko dari jenis saham terhadap risiko pasar, atau biasa disebut dengan beta saham i , (β_i) (Syamsul, 2006:187).

Perubahan IHSG terjadi karena faktor permintaan dan penawaran. Pergerakan harga saham sangat dipengaruhi oleh hukum permintaan dan penawaran, harga suatu saham akan cenderung naik bila suatu saham mengalami kelebihan permintaan dan cenderung turun jika terjadi kelebihan penawaran. Terdapat beberapa variabel yang mempengaruhi permintaan dan penawaran, baik yang rasional maupun yang irrasional. Pengaruh yang sifatnya rasional mencakup kinerja perusahaan, tingkat bunga, tingkat inflasi, tingkat pertumbuhan ekonomi, kurs valuta asing, atau indeks harga saham gabungan dari negara lain. Pengaruh yang irrasional mencakup rumor di pasar, mengikuti mimpi atau permainan harga (Manurung, 2005: 13).

Faktor permintaan dan penawaran akan membentuk harga saham. Namun tidak hanya itu. Kenaikan atau penurunan tajam harga satu saham akan mempengaruhi pergerakan IHSG, namun besarnya pengaruh terhadap IHSG tergantung pada bobot saham tersebut. Jadi sederhananya, kenaikan atau

penurunan IHSG sangat bergantung pada pergerakan saham-saham berkapitalisasi besar.

Secara garis besar, ada 3 (tiga) faktor utama yang berpengaruh terhadap pergerakan IHSG yaitu: faktor domestik, faktor asing, dan faktor aliran modal ke Indonesia. Faktor domestik berupa faktor-faktor fundamental suatu negara seperti inflasi, pendapatan nasional, jumlah uang yang beredar, suku bunga, maupun nilai tukar rupiah. Berbagai faktor fundamental tersebut dianggap dapat berpengaruh pada ekspektasi investor yang pada akhirnya berpengaruh terhadap pergerakan indeks. Faktor asing merupakan salah satu implikasi dari bentuk globalisasi dan semakin terintegrasinya pasar modal di seluruh dunia. Kondisi ini memungkinkan timbulnya pengaruh dari Bursa-Bursa yang maju (*developed*) terhadap Bursa yang sedang berkembang. Krisis yang mengakibatkan jatuhnya Bursa Amerika Serikat yang terjadi belakangan ini telah menyeret Bursa di Asia pada krisis tahun 1997, termasuk Bursa Efek Indonesia (BEI). Aliran modal Asing merupakan menjadi penyebab utama terjadinya suatu krisis (Wilson R. L, 2008: 3).

Selama 3 (tiga) periode terakhir, jumlah investor asing tetap mendominasi kepemilikan saham di BEI. Walaupun demikian, kepemilikan investor lokal mengalami peningkatan pada 2 (dua) periode terakhir. Kondisi ini yang membuat pasar modal Indonesia rentan atas aliran dana yang keluar-masuk ke Indonesia. Pasar modal Indonesia yang termasuk kategori berkembang (*emerging*) sangat dipengaruhi oleh kinerja indeks saham pada negara-negara maju, seperti: negara Amerika Serikat, negara Jepang, negara Singapura, negara Australia, negara Korea dan negara Cina (Pasaribu, 2008:5)

G. Manfaat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Secara spesifik, indeks harga saham diharapkan memiliki 5 (lima) manfaat yaitu:

1. Indeks dapat digunakan untuk menghitung total imbal hasil dari pasar secara agregat atau beberapa komponen pasar pada periode waktu tertentu dan menggunakan tingkat pengembalian tersebut sebagai tolok ukur untuk menilai kinerja dari *portofolio* individu.
2. Untuk mengembangkan *portofolio* indeks.
3. Indeks dapat pula digunakan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan harga saham secara agregat.
4. Perubahan harga historis dapat digunakan untuk memprediksikan

pergerakan harga di masa depan.

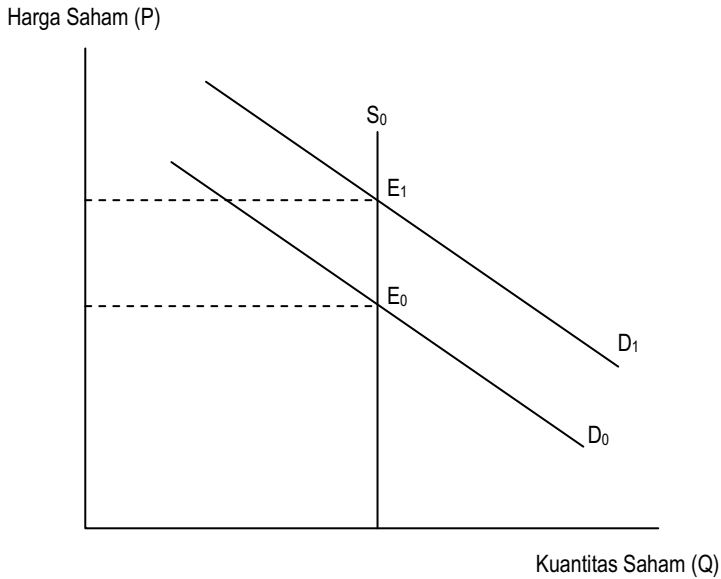
5. Risiko yang relevan dengan risiko aset individual (saham) adalah risiko sistematis, yang merupakan hubungan antara tingkat imbal hasil dari risiko aset dan tingkat imbal hasil untuk *portofolio* pasar dari risiko aset. Dengan demikian, pada saat menghitung risiko sistematis untuk risiko aset individual perlu untuk mengkaitkan tingkat pengembaliannya dengan imbal hasil dari indeks pasar agregat yang dapat digunakan sebagai *proxy* dari *portofolio* pasar risiko (Hadad dan Wibowo, 2004: 7).

H. Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (Volatilitas)

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham dalam suatu periode. Indeks ini berfungsi sebagai indikator *trend* pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat, apakah keadaan pasar sedang aktif atau sedang lesu. Dengan adanya indeks, kita dapat mengetahui trend pergerakan harga saham saat ini; apakah sedang naik, stabil atau turun. Misal, jika di awal bulan nilai indeks 300 dan saat ini di akhir bulan menjadi 360, maka kita dapat mengatakan bahwa secara rata-rata harga saham mengalami peningkatan sebesar 20%. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan atau membeli suatu atau beberapa saham. Karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun naik dalam hitungan waktu yang cepat pula.

Penilaian kinerja perusahaan dari luar perusahaan dilakukan oleh pasar melalui pola perilaku pergerakan indeks harga saham dari waktu ke waktu. Harga saham (*market price*) merupakan nilai pasar (*market value*) dari setiap lembar saham perusahaan. Pergerakan indeks harga saham ditentukan oleh dinamika penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*). Faktor-faktor penggeser *demand* seperti harga saham-saham lainnya, pendapatan investor dan jumlah investor saham menjadi faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan harga saham oleh setiap *emiten*. Hal ini dapat dilihat pada kurva permintaan dan penawaran saham berikut ini:

Gambar 3.2
Kurva Permintaan dan Penawaran Saham



Sumber: Satiningsih dkk, 2005 dalam Bodie dan Kane (2002)

Gambar 3.2 menunjukkan ilustrasi pergerakan harga saham dengan menggunakan kurva permintaan dan penawaran. Pada suatu periode tertentu, penawaran suatu saham adalah tetap sehingga kurvanya vertikal seperti ditunjukkan oleh kurva S_0 . Permintaan pasar (*market demand*) merupakan permintaan agregat dari seluruh investor, sehingga kurvanya relative horizontal seperti ditunjukkan oleh D_0 . Keseimbangan harga terjadi pada saat kurva penawaran dan permintaan agregat berpotongan yang terjadi pada titik E_0 . Karena kurva penawaran bersifat tetap maka pergerakan harga saham diakibatkan oleh pergerakan (pergeseran) kurva permintaan. Ketika kurva permintaan naik D_0 menjadi D_1 , maka keseimbangan baru terjadi pada harga yang lebih tinggi (harga naik), yaitu P_1 . Jadi perilaku harga suatu saham merupakan cermin permintaan agregat dari para investor.

Pergerakan harga saham disebabkan oleh pergerakan kurva *demand*, maka faktor-faktor penggeser *demand* seperti harga saham-saham lainnya,

pendapatan investor dan jumlah investor saham menjadi factor-faktor yang mempengaruhi perubahan harga saham. Investor dalam membentuk *portofolio* aset-aset investasinya akan mempertimbangkan risiko dan tingkat keuntungan. Apabila seorang investor membentuk suatu *portofolio*, maka investor akan mendapat keuntungan sebesar rata-rata terbobot dari masing-masing tingkat keuntungan aset, dengan risiko *portofolio* yang lebih kecil dari risiko terbobot dari masing-masing risiko aset. Besarnya tingkat keuntungan dari risiko *portofolio* tergantung dari jumlah aset yang membentuk *portofolio* tersebut. Risiko *portofolio* tergantung dari korelasi tingkat keuntungan antar aset, sedangkan rata-rata tingkat keuntungan antar aset. Sifat *portofolio* ini menguntungkan bagi investor karena investor dapat melakukan diversifikasi untuk mengurangi risiko *portofolionya* (Bodie dan Kane, 2002).

I. Analisis Teknikal (*Technical Analysis*)

Analisis Teknikal (*Technical Analysis*), yaitu menentukan harga saham dengan menggunakan data pasar dari saham, misalnya harga saham, volume transaksi saham dan indeks pasar.

Menurut Sharpe *et al.* (1997: 411) bahwa analisis teknikal biasanya berusaha untuk meramalkan gerakan harga jangka pendek dan memberikan rekomendasi mengenai saat yang tepat (*timing*) untuk membeli dan menjual saham atau kelompok saham tertentu atau saham secara umum.

Menurut Rosenfeld (dalam Sharpe *et al.*, 1997: 411), bahwa konsep analisis teknikal sama sekali tidak sesuai dengan ide efisiensi pasar. Metodologi analisis teknikal adalah tergantung pada asumsi bahwa apa yang terjadi di masa lalu cenderung terulang lagi di Bursa saham. Jika pola aktifitas tertentu di masa lalu tingkat keberhasilannya 90%, seseorang dapat mengasumsikan kemungkinan hasil yang sama akan muncul lagi setiap kali pola ini muncul di masa depan. Harus ditekankan bahwa sebagian besar dari metode analisis teknikal kurang memiliki penjelasan logis.

Jadi, teknikal menekankan bahwa studi pola masa lalu mengenai investasi, seperti harga dan volume akan memungkinkan investor mengidentifikasi saat yang tepat dengan akurat apakah suatu saham (atau kelompok saham atau pasar secara umum) adalah *over priced* atau *under priced*. Sebagian besar (tapi tidak seluruhnya) analisis teknikal tergantung pada grafik volume perdagangan dan harga.

Pendekatan ini menganggap bahwa saham adalah satu komoditi perdagangan, sehingga harga pasarnya dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar. Melalui analisis *trend* harga pasar historis para analis dari aliran teknikal akan berusaha untuk menemukan suatu pola pergerakan harga pasar saham yang spesifik dan hal ini kemudian digambarkan dalam suatu grafik.

Menurut Sharpe *et al.* (1997: 432-433), masalah utama pada pendekatan ini adalah bagaimana mengidentifikasi *trend* pergerakan harga pasar saham sehingga dapat diambil suatu pola tindakan investasi secara cepat dan tepat dengan mengacu pada *trend* tersebut, sehingga para analis berusaha mencari suatu pola khusus dari pergerakan harga pasar saham yang dapat digunakan sebagai alat analisis. Sharpe *et al.* (1997: 432-436) bahwa ada beberapa metode yang dapat dilakukan dengan pendekatan teknikal, sebagai berikut:

1. Metode Grafik

Metode ini (*chartist*) percaya bahwa pola tertentu memiliki signifikansi tertentu meskipun terdapat perbedaan pendapat di antara analis mengenai tingkat signifikansi pola, bahkan keberadaan pola itu sendiri. Harus diingat bahwa ada 3 (tiga) jenis utama grafik yang digunakan: grafik batang, grafik garis dan grafik titik dan angka.

2. Metode Rata-Rata Bergerak

Beberapa analis menyusun rata-rata bergerak untuk mencoba mendeteksi *trend* menengah dan jangka panjang. Dalam hal ini sejumlah harga penutupan sekuritas ditentukan rata-ratanya setiap hari. Sebagai contoh, harga penutupan harian untuk 200 hari yang lalu dapat digunakan. Artinya setiap hari, harga penutupan paling lama akan diganti dengan harga penutupan paling baru di sekumpulan harga penutupan yang akan dihitung rata-ratanya. Sering grafik garis rata-rata bergerak ini diplot beserta grafik garis harga penutupan harian. Setiap hari grafik diperbaharui dan dievaluasi polanya untuk mencari signal jual atau beli.

3. Metode Ukuran Kekuatan Relatif

Ukuran lain yang digunakan oleh teknikal adalah ukuran kekuatan relatif. Sebagai contoh, harga saham dibagi dengan indeks harga relatif setiap hari

untuk mengindikasikan gerakan saham relatif terhadap pasar atau harga saham dibagi dengan indeks pasar untuk mengindikasikan gerakan saham relatif terhadap pasar. Idenya adalah untuk mengevaluasi perubahan ukuran kekuatan relatif dengan harapan menemukan pola yang dapat digunakan untuk meramalkan masa depan dengan akurat.

4. Pendapatan Berlawanan

Idenya di sini adalah untuk menentukan pendapat para investor kemudian melakukan yang sebaliknya.

J. Analisis Fundamental (*Fundamental Analysis*)

Analisis Fundamental (*Fundamental Analysis*) atau Analisis Perusahaan (*Company Analysis*), yaitu menentukan harga saham dengan menggunakan data fundamental, yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan misalnya laba, dividen yang dibayar, penjualan, pertumbuhan dan prospek perusahaan dan kondisi faktor perusahaan. Jika terjadi perbaikan prestasi kondisi fundamental perusahaan (kinerja keuangan dan operasional perusahaan), biasanya diikuti dengan kenaikan harga saham di lantai Bursa. Hal ini disebabkan karena investor mempunyai ekspektasi yang lebih besar dalam jangka panjang. Informasi tentang perbaikan atau penurunan prestasi biasanya diketahui setelah laporan keuangan dikeluarkan. Aksi korporasi seperti pembagian *dividen*, *stock split*, *right issue* dan lain-lain akan mempengaruhi juga pergerakan harga saham. Di samping itu faktor lain yang mempengaruhi pergerakan harga saham adalah faktor makro ekonomi, politik, keamanan, faktor pasar, pengaruh pasar saham secara keseluruhan, atau kejadian lain yang dianggap mempengaruhi kinerja *emiten* tersebut (Wahyudi, 2003: 23).

The Firm Foundation Theory lebih terkenal dengan nama *Fundamental Analysis*. Analisis ini mengatakan bahwa setiap saham memiliki nilai faktor-faktor yang merupakan nilai yang mengandung faktor kekayaan perusahaan pada saat sekarang dan faktor potensi perusahaan untuk menghimpun laba di masa yang akan datang. Penentuan nilai faktor-faktor harus mempertimbangkan unsur-unsur keuangan, seperti: *earning* (laba), dividen, struktur permodalan, dan risiko.

Pendekatan yang dipakai dalam analisis fundamental adalah mempelajari hubungan antara harga saham dengan kondisi perusahaan yang ditujukan untuk menjawab pertanyaan: apakah harga saham yang ditawarkan

dalam keadaan *overvalued* atau *undervalued*? Jika keadaannya *undervalued*, maka perusahaan dapat melakukan investasi, sedangkan jika *overvalued*, maka saat yang tepat untuk menjual saham dalam *portofolio*.

Argumentasi dasar fundamental analisis adalah nilai saham mewakili nilai perusahaan, dalam hal ini tidak hanya nilai faktor-faktor, tetapi termasuk harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai di kemudian hari.

Menurut Marzuki Usman *et. al.* (1990: 157), rumus-rumus umum yang digunakan dalam analisis fundamental antara lain:

1. *Dividen Approach*

Pendekatan ini berdasarkan pada perkiraan *dividen* yang dibayarkan untuk satu tahun dan hasilnya dibandingkan dengan tingkat bunga umum di pasar (*risk free rate*). Untuk perhitungannya dipergunakan formula sebagai berikut:

$$\text{Dividen Yield} = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Share Price}}$$

2. *Earning Approach*

Pendekatan ini didasarkan pada perkiraan laba per saham di masa mendatang, sehingga dapat diketahui berapa lama investasi dalam suatu saham dapat kembali. Adapun formula yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{Price Earning Ratio (PER)} = \frac{\text{Share Price}}{\text{Earning Per Share}}$$

3. *Net Tangible Asset Approach*

Pendekatan ini digunakan untuk mengetahui sampai berapa jauh suatu saham didukung oleh *net tangible asset* perusahaan. Adapun formula yang digunakan sebagai berikut:

$$\text{NTA} = \frac{\text{Total Asset} - (\text{Intangible Asset} + \text{Total Debt})}{\text{Number of Share}}$$

Penganut teori ini mempercayai bahwa pasar saham pada umumnya lebih dominan ditentukan oleh faktor-faktor yang bersifat logis atau rasional daripada hanya dipengaruhi oleh faktor psikologis.

Penelitian ini akan menggunakan pendekatan analisis fundamental karena pendekatan ini mendukung dan sesuai dengan ide efisiensi pasar (*market efficiency*). Selain itu, pendekatan ini juga logis dan rasional dengan argumentasi dasar bahwa nilai saham mewakili nilai perusahaan, dalam hal ini tidak hanya nilai intrinsiknya saja, tetapi termasuk harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

K. Teori *Portofolio*

Harry Markowitz, William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin dan lain-lain adalah ilmuwan yang banyak memberikan kontribusi dalam pengembangan teori portofolio modern. Teori ini berkembang sejak ditemukan cara berinvestasi yang efisien dan optimal sebagaimana di kemukakan Harry Markowitz pada tahun 1952. Berkat penemuan ini, Harry Markowitz memperoleh hadiah Nobel pada tahun 1990. Teori *portofolio* yang dikemukakan Markowitz dikenal dengan model Markowitz, memberikan suatu cara bagaimana berinvestasi dengan efisien dan optimal, yaitu dengan membentuk *portofolio* optimal.

Tujuan membentuk *portofolio* optimal adalah untuk memenuhi prinsip dalam berinvestasi “memperoleh imbal hasil (*return*) pada tingkat yang dikehendaki dengan risiko yang paling minimum.” Untuk meminimumkan risiko, perlu dilakukan diversifikasi dalam berinvestasi, yaitu membentuk *portofolio* atau menginvestasikan dana tidak hanya disatu *asset* saja melainkan beberapa *asset*. Permasalahannya adalah berapa besar proporsi dana harus diinvestasikan pada masing-masing *asset* agar diperoleh tingkat imbal hasil yang dikehendaki dengan risiko yang paling minimum. Harry Markowitz mengemukakan model matematik untuk menjawab permasalahan tersebut (Noor Prio Sasongko, 2004: 3).

Dua belas tahun kemudian, teori portofolio model Markowitz lebih dikembangkan oleh William Sharpe dalam *Journal of Finance* September 1964 dalam artikelnya “*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium*,” John Lintner dalam artikelnya “*The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risk Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*” dalam *Review of*

Economics and Statistic, Februari 1965 dan Jan Mossin dalam artikelnya "*Equilibrium in Capital Asset Market*" di *Econometrica*, Oktober 1966. Ketiga Ilmuwan ini memberikan kontribusi dalam pengembangan teori *portofolio*, yang dikenal dengan Teori Keseimbangan Pasar Modal, bahwa jika seluruh investor dalam berinvestasi melakukan hal yang sama sebagaimana dikemukakan oleh Markowitz, maka *asset* yang diperdagangkan di pasar modal akan habis terbagi dibeli oleh investor, dan proporsi masing-masing surat berharga yang dipegang oleh investor akan identik dengan kapitalisasi pasar *asset* tersebut di pasar modal.

Kesimpulannya, *portofolio* yang efisien dan optimal adalah *portofolio* pasar itu sendiri. Dengan demikian, investor dalam berinvestasi tidak perlu membentuk *portofolio* efisien dan optimal sebagaimana dikemukakan Markowitz, melainkan cukup membentuk portofolio yang identik dengan portofolio pasar. Proporsi masing-masing surat berharga dalam *portofolio* identik dengan kapitalisasi pasar surat berharga tersebut. Naik turunnya nilai *portofolio* akan sebanding dengan naik turunnya imbal hasil pasar, yaitu mengikuti naik turunnya Indeks Harga Saham Gabungan (Noor Prio Sasongko, 2004: 6).

L. *Expected Return* dan Risiko *Portofolio*

Investasi merupakan komitmen sejumlah dana untuk tujuan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang. Harapan keuntungan dimasa akan datang merupakan kompensasi atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi yang dilakukan. Dalam konteks investasi, harapan keuntungan adalah disebut *return* (Jone, 2000: 104).

Di samping *return*, dalam investasi juga dikenal adanya konsep risiko (*risk*). Risiko investasi diartikan sebagai kemungkinan terjadinya perbedaan antara *return* aktual dengan *expected return* (Jones, 2000: 104). *Return* dan risiko bagaikan dua sisi mata uang yang selalu berdampingan. Artinya, dalam berinvestasi, di samping menghitung *return* yang diharapkan, investor juga harus bisa mencari alternatif investasi yang menawarkan tingkat *expected return* yang paling tinggi dengan risiko tertentu, atau investasi yang menawarkan return tertentu dengan tingkat risiko yang rendah.

Tujuan investor dalam berinvestasi adalah untuk memaksimalkan *return*, tanpa melupakan faktor risiko investasi yang harus dihadapi. *Return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan

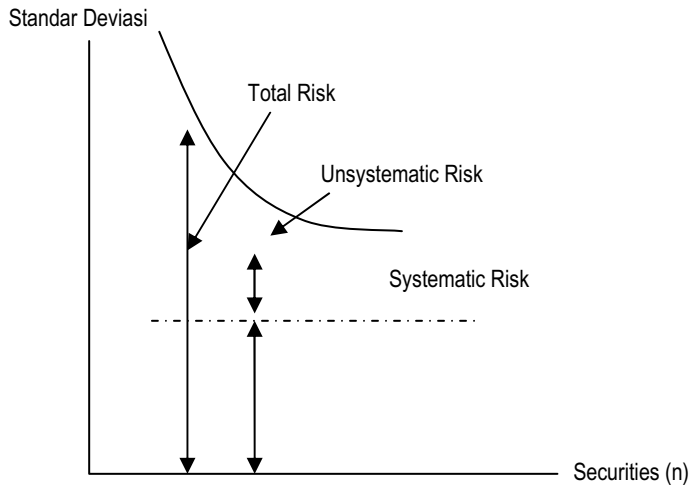
imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukan. Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari 2 (dua) komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan *capital gain* atau *capital loss* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu sekuritas yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. Dengan kata lain, *capital gain* atau *capital loss* dapat berupa minus, nol, dan positif.

Secara matematis, *return* total suatu investasi dapat dituliskan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Return Total} = \text{Yield} + \text{Capital Gain or Capital Loss}$$

Selain memperhitungkan *return*, investor juga perlu mempertimbangkan tingkat risiko suatu investasi sebagai dasar pengambilan keputusan investasi. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *expected return*. Dalam manajemen investasi modern, dikenal pembagian risiko total investasi ke dalam dua jenis risiko (Bodie et al., 2008: 259), yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko sistematis atau risiko pasar merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Sedangkan risiko tidak sistematis atau risiko spesifik (*firm-specific risk*) adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko tidak sistematis terkait dengan perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Dalam manajemen *portofolio* disebutkan bahwa risiko perusahaan dapat diminimalkan dengan melakukan diversifikasi investasi pada sekian banyak sekuritas (Markowitz, 1952 dalam Bodie et al., 2008: 262). Penjumlahan kedua jenis risiko tersebut disebut sebagai risiko total (*total risk*).

Gambar 3.3
Risiko *Portofolio*



Sumber: Bodie *et al.*, 2008: 265

Garis vertikal pada gambar 3.3 menunjukkan standar deviasi dari masing-masing sekuritas dan garis horisontal menunjukkan jumlah sekuritas. Risiko sistematis (*systematic risk*) merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan dan tidak dapat dihindari oleh perusahaan, sedangkan risiko tidak sistematis (*unsystematik risk*) terkait dengan perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Penjumlahan atas keduanya disebut risiko total (*total risk*).

Dalam menghitung besarnya risiko total yang dikaitkan dengan *expected return* dari suatu investasi, dapat dilakukan dengan menghitung varians dan standar deviasi return investasi bersangkutan (Bodie *et al.*, 2008: 265). Untuk menghitung varians dan standar deviasi, terlebih dahulu harus dihitung distribusi *expected return*. Secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut (Bodie *et al.*, 2008: 292):

$$\text{Varians Return} = \sigma^2 = [R_i - E(R)]^2 Pr_i \quad \text{dan}$$
$$\text{Standar Deviasi} = \sigma = (\sigma^2)^{1/2}$$

Di mana:

- σ^2 = varians *return*
- σ = standar deviasi
- $E(R)$ = *expected return* dari suatu sekuritas
- R_i = *return* ke- i estimasi
- Pr_i = probabilitas kejadian *return* ke- i

BAB IV

ANALISIS SAHAM

DAN OBLIGASI

A. Tinjauan Umum Saham

1. Pengertian Saham

Saham (*stock*) merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer dan paling banyak dipilih para investor karena mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik. Berdasarkan pendapat Rusdin (2005: 72), saham adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, di mana pemegang saham memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan serta berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sedangkan Ang (1997: 2) berpendapat bahwa saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan berbentuk Perseroan Terbatas.

Pergerakan harga saham selalu berubah-ubah, sehingga diperlukan alat analisis untuk membantu para investor dalam menganalisis dan memilih saham yang akan memberikan *return* yang tinggi.

2. Analisis Saham

Terdapat dua tipe dasar analisis pasar untuk pedoman para pelaku pasar di Pasar Modal, setiap tipe memiliki kelebihan sendiri-sendiri. Kedua tipe tersebut adalah analisis teknikal dan analisis fundamental.

a. Analisis Teknikal

Menurut Husnan (2001: 349), “analisis teknikal merupakan upaya untuk memperkirakan harga saham dan kondisi pasar dengan mengamati perubahan harga saham tersebut (kondisi pasar) di waktu yang lalu.” Menurut Ang (1997: 20.17), “analisis teknikal adalah suatu studi yang dilakukan untuk mempelajari berbagai kekuatan yang berpengaruh di pasar saham dan implikasi yang

ditimbulkan pada harga saham.” Menurut Akhmad (1996: 75) mengemukakan bahwa:

Analisis teknikal adalah analisis sekuritas yang memusatkan perhatian pada indeks saham, harga atau statistik pasar lainnya dalam menemukan pola yang mungkin dapat memprediksi dari gambaran yang telah dibuat. Analisis teknikal menganggap bahwa saham adalah komoditas perdagangan yang pada gilirannya, permintaan dan penawarannya merupakan manifestasi kondisi psikologis dari pemodal.

Menurut Susanto dan Sabardi (2002: 2) dalam bukunya *Analisis Teknikal di Bursa Efek*, mengemukakan bahwa:

Analisis teknikal adalah suatu metode meramalkan pergerakan harga saham dan meramalkan kecenderungan pasar dimasa mendatang, dengan cara mempelajari grafik harga saham, volume perdagangan dan indeks harga saham gabungan. Analisis teknikal lebih memperhatikan pada apa yang telah terjadi di pasar daripada apa yang seharusnya terjadi.

Lebih lanjut Susanto dan Sabardi (2002: 3) mengungkapkan beberapa kelemahan analisis teknikal, yaitu:

- a. Analisis teknikal menganggap bahwa sifat manusia adalah konstan.
- b. Analisis teknikal memperhatikan tingkat kemungkinan suatu kejadian akan terjadi, bukan kepastian dari kejadian tersebut.
- c. Beberapa analisis teknikal modern berdasarkan pada konsep matematik dan statistik yang cukup kompleks.
- d. Untuk keberhasilan analisis teknikal, maka informasi yang dipakai harus akurat dan tepat waktu.

b. Analisis Fundamental

Menurut Husnan (2001: 315) mengatakan bahwa analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan (i) mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, dan (ii) menetapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Model analisis fundamental sering disebut sebagai *share price forecasting* model, dan sering digunakan dalam berbagai pelatihan analisis sekuritas. Berbeda halnya dengan Ang (1997:18.2), menurutnya:

Analisis fundamental merupakan suatu studi yang mempelajari hal-hal yang berhubungan dengan keuangan suatu bisnis dengan maksud untuk lebih memahami sifat dasar dan karakteristik operasional dari perusahaan publik yang menerbitkan saham biasa tersebut. Pada dasarnya analisis ini melakukan analisa historia atas kekuatan keuangan dari perusahaan, yang mana proses ini disebut juga *company analysis*. Para pemodal akan mempelajari laporan keuangan perusahaan dengan tujuan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan perusahaan, mengidentifikasi kecenderungan atau pertumbuhan yang mungkin ada, mengevaluasi efisiensi operasional dan memahami sifat dasar dan karakteristik operasional dari perusahaan tersebut.

Menurut Rusdin (2005: 139) mengatakan bahwa “analisis fundamental fokus pada berita dan informasi keuangan, ekonomi, serta perkembangan politik suatu negara dalam mengukur kekuatan permintaan dan penawaran.” Menurut Munawir (2002: 274) mengatakan bahwa “analisis fundamental adalah pendekatan dasar untuk melakukan analisis dan memilih saham dengan menerapkan *share value forecasting model*.”

Menurut Susanto dan Sabardi (2002: 2) menyatakan bahwa analisis fundamental adalah suatu metode peramalan pergerakan instrumen finansial diwaktu mendatang berdasarkan pada perekonomian, politik, lingkungan dan faktor-faktor relevan lainnya, serta statistik yang akan mempengaruhi permintaan dan penawaran instrumen finansial tersebut. Analisis fundamental mengidentifikasi dan mengukur faktor-faktor yang menentukan nilai intrinsik suatu instrumen-instrumen finansial. Sedangkan Akhmad (1996: 77) menyatakan bahwa:

Penelitian bentuk fundamental atau *basic* dalam menentukan nilai suatu surat berharga yaitu dengan mempelajari brosur atau data-data industri perusahaan, penjualan, kekayaan, pendapatan produk, dan penyerapan pasar, evaluasi manajemen perusahaan, membandingkan dengan pesaingnya dan memperkirakan nilai intrinsik dari saham perusahaan tersebut.

Berdasarkan beberapa pengertian di atas dapat ditarik benang merah bahwa analisis fundamental merupakan salah satu cara melakukan penilaian saham dengan mempelajari atau mengamati berbagai indikator terkait kondisi

ekonomi dan kondisi industri suatu perusahaan. Dengan demikian, analisis fundamental merupakan analisis yang berbasis pada berbagai data riil untuk mengevaluasi atau memproyeksi nilai suatu saham.

Menurut Suharli (2005: 101) bahwa “data-data yang umum digunakan untuk melakukan analisis fundamental adalah pendapatan, laba, pertumbuhan penjualan, imbal hasil atau pengembalian ekuitas (*return on equity*), margin laba (*profit margin*) dan data-data keuangan lainnya untuk menilai kinerja perusahaan dan potensi pertumbuhan perusahaan di masa mendatang.”

B. Pengaruh Laporan Keuangan Bagi Investor

Menurut Syafri (2007: 191) bahwa “investor dalam hal tertentu juga sama seperti pemegang saham. Bagi investor potensial ia akan melihat kemungkinan potensi keuntungan yang akan diperoleh dari perusahaan yang dilaporkan.”

Pengaruh laporan keuangan bagi investor menurut Munawir (2002: 53) diungkapkan sebagai berikut:

Equity investor (investor saham) yang meliputi pemegang saham yang sudah ada maupun calon pemegang saham yang potensial, mereka membutuhkan informasi keuangan dalam rangka pengambilan keputusan untuk mempertahankan, menjual, atau justru menambah saham yang dimilikinya. Pemegang saham potensial membutuhkan informasi keuangan untuk membantu dalam pemilihan alternatif investasi yang bersaing. Investor saham pada umumnya tertarik dalam perolehan profitabilitas di masa yang akan datang dan tingkat resiko perusahaan.

Jadi, analisis investor terhadap informasi keuangan lebih difokuskan pada penilaian kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dan mempertahankan laba di masa mendatang. Informasi keuangan di masa lalu, yang menentukan jumlah *return* bagi para investor bisa dipakai untuk menilai kemampuan perusahaan sekaligus memproyeksikan kemampuan perusahaan pada masa-masa mendatang, sehingga dapat memproyeksikan *return* yang diharapkan di masa yang akan datang.

Munawir (2002: 83) mengungkapkan “analisis rasio juga bermanfaat bagi para investor dalam mengevaluasi nilai saham dan adanya jaminan atas keamanan dana yang akan ditanamkan pada suatu perusahaan.”

Bagi investor, menjadi hal penting untuk mengetahui kondisi keuangan dari perusahaan penempatan dana yang akan dilakukannya, sehingga kebutuhan akan informasi yang maksimal dan akurat merupakan hal yang mutlak. Karena dengan informasi yang lengkap itulah dapat dianalisis bagaimana sebenarnya kondisi usaha tersebut.

C. Tinjauan Umum Analisis Laporan Keuangan

1. Pengertian Analisis Laporan Keuangan

Secara teoritis analisis laporan keuangan terdiri dari dua kata, yaitu analisis dan laporan keuangan. Menurut Meriewaty dan Setyani (2005: 277) diungkapkan bahwa:

Analisis laporan keuangan merupakan suatu proses yang penuh pertimbangan dalam rangka membantu mengevaluasi posisi keuangan dan hasil operasi perusahaan pada masa sekarang dan masa lalu, dengan tujuan utama menentukan estimasi dan prediksi yang paling mungkin mengenai kondisi dan kinerja (*performance*) perusahaan pada masa mendatang. Analisis laporan keuangan dikatakan mempunyai kegunaan apabila dapat dipakai untuk memprediksi fenomena ekonomi.

Sedangkan Syafri (2007: 190) terkait dengan pengertian analisis laporan keuangan memberikan batasan sebagai berikut:

Menguraikan pos-pos laporan keuangan menjadi unit informasi yang lebih kecil dan melihat hubungannya yang bersifat signifikan atau yang mempunyai makna antara satu dengan yang lain, baik antara data kuantitatif maupun data non kuantitatif dengan tujuan untuk mengetahui kondisi keuangan lebih dalam yang sangat penting dalam proses menghasilkan keputusan yang tepat.

2. Analisis Rasio Keuangan

Sawir (2001: 6) mengungkapkan bahwa analisis rasio keuangan adalah “perbandingan tersebut dapat memberikan gambaran relatif tentang kondisi keuangan dan prestasi perusahaan.” Rasio keuangan (*financial ratio*) ini sangat penting untuk melakukan analisis terhadap kondisi keuangan perusahaan (Fahmi, 2006: 51).

Helfert (dalam Fahmi, 2006: 54) mengatakan bahwa: “Rasio keuangan sebagai instrumen analisis prestasi perusahaan yang menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan yang ditujukan untuk menunjukkan perubahan dalam kondisi keuangan atau prestasi operasi masa lalu dan membantu menggambarkan *trend* pola perubahan tersebut, untuk kemudian menunjukkan resiko-resiko dan peluang-peluang yang melekat pada perusahaan yang bersangkutan.”

Harahap (2007: 297) mengungkapkan bahwa “rasio keuangan adalah angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan (berarti).” Rasio keuangan ini hanya menyederhanakan informasi yang menggambarkan antara pos-pos tertentu dengan pos-pos lainnya dalam keuangan.

Mamduh M. Hanafi (2007: 78) mengemukakan pendapat terkait dengan rasio keuangan adalah “rasio-rasio keuangan pada dasarnya disusun dengan menggabung-gabungkan angka-angka di dalam atau antara laporan rugi laba dan neraca.”

3. Rasio Pasar

Rasio pasar menurut Ang (1997: 18.37) menunjukkan informasi penting perusahaan yang diungkapkan dalam basis per saham. Rasio pasar ini dapat dibagi atas 7 (tujuh) jenis, yaitu: *Dividend Yield* (DY), *Dividend Per Share* (DPS), *Earning Per Share* (EPS), *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Price Earning Ratio* (PER), *Book Value Per Share* (BVS) dan *Price to Book Value* (P/BV).

a. *Earning Per Share* (EPS)

Pada umumnya dalam menanamkan modalnya investor mengharapkan manfaat yang akan dihasilkan dalam bentuk *Earning Per Share* (EPS). Sedangkan jumlah *Earning Per Share* yang didistribusikan kepada para investor tergantung pada kebijakan perusahaan dalam hal pembayaran deviden. *Earning Per Share* dapat menunjukkan tingkat kesejahteraan perusahaan, jadi apabila *Earning Per Share* yang dibagikan kepada para investor tinggi, maka menandakan bahwa perusahaan tersebut mampu memberikan tingkat kesejahteraan yang baik kepada pemegang saham, sedangkan *Earning Per Share* yang dibagikan rendah maka menandakan bahwa perusahaan tersebut

gagal memberikan kemanfaatan sebagaimana diharapkan oleh pemegang saham.

Beberapa pengertian *EPS* dijelaskan oleh beberapa pakar ekonomi, antara lain: Menurut Larson dkk (2000:579), "*Earning Per Share, also called net income per share, is the amount of income earned per each share of company's outstanding common stock.*" (*Earning Per Share* disebut juga laba bersih per saham, yaitu jumlah pendapatan yang diperoleh per setiap saham dari saham umum perusahaan).

Menurut Besley dan Brigham (2000: 83), "*Earning Per Share is called 'the bottom line', denoting that of all the items of on the income statement.*" (*Earning Per Share* disebut laba bersih (biaya akhir), yang menunjukkan bahwa dari semua item daripada laporan laba rugi).

Menurut Tandililin (2007: 241), *Earning Per Share* (EPS) suatu perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan bagi semua pemegang saham perusahaan. EPS dianggap informasi yang paling mendasar dan berguna, karena dapat menggambarkan prospek *earning* perusahaan di masa depan. Dengan demikian, EPS menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dan mendistribusikan laba yang diraih perusahaan kepada pemegang saham. EPS dapat dijadikan sebagai indikator tingkat nilai perusahaan. EPS juga merupakan salah satu cara untuk mengukur keberhasilan dalam mencapai keuntungan bagi para pemilik saham dalam perusahaan.

b. Penilaian *Earning Per Share* (EPS)

Angka EPS diperoleh dari laporan keuangan yang disajikan oleh perusahaan. Karena itu langkah pertama yang dilakukan adalah memahami laporan keuangan yang disajikan perusahaan. Ada dua laporan keuangan yang utama, yaitu neraca dan laporan rugi laba.

Neraca menunjukan posisi kekayaan, kewajiban finansial dan modal sendiri pada waktu tertentu. Laporan rugi laba menunjukan berapa penjualan yang diperoleh, berapa biaya yang ditanggung dan berapa laba (keuntungan) yang diperoleh perusahaan pada periode waktu tertentu (biasanya selama 1 tahun).

Alasan mengapa EPS disajikan di laporan laba rugi menurut Niswonger dkk (2000: 14) adalah:

Jumlah absolut laba bersih sulit untuk dipakai mengevaluasi profitabilitas perusahaan jika jumlah modal pemegang saham banyak berubah. Dalam

kasus seperti itu profitabilitas perusahaan dapat dinyatakan dengan laba per lembar saham.

Sedangkan perhitungan *Earning Per Share* (EPS) menurut Niswonger dkk (2001: 15) adalah:

Jika sebuah perusahaan hanya memiliki saham biasa yang beredar, maka *Earning Per Share* biasa ditentukan dengan membagi laba bersih dengan jumlah saham biasa yang beredar. Jika ada saham *preferen* sebelum dibagi dengan jumlah saham biasa yang beredar.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat diketahui bahwa perhitungan EPS biasa adalah:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba Bersih setelah Pajak}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

c. *Price Earning Ratio* (PER)

Price Earning Ratio (PER) atau juga disebut sebagai *earning multiplier*. Informasi PER mengindikasikan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earning* perusahaan. Dengan kata lain, PER menunjukkan besarnya harga setiap satu rupiah *earning* perusahaan. Di samping itu, PER merupakan ukuran harga relatif dari sebuah saham perusahaan (Tandelilin, 2007: 243). Pendekatan ini merupakan pendekatan yang lebih populer dipakai kalangan analis saham dan para praktisi. Dalam pendekatan PER, investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai *earning* yang tercermin dalam harga suatu saham.

PER merupakan salah satu pendekatan yang sering digunakan oleh analis sekuritas untuk menilai suatu saham. Pendekatan ini didasarkan atas ratio antara harga saham per lembar yang berlaku di pasar modal dengan tingkat keuntungan bersih yang tersedia bagi pemegang saham.

Brigham dan Gapenski (1996) dikutip dari Nany Nuraini (2000) mengemukakan bahwa "PER menunjukkan besarnya harga yang bersedia dibayarkan oleh investor untuk setiap dollar laba yang dilaporkan oleh perusahaan." Sartono (1996) menyatakan bahwa PER dapat diartikan sebagai indikator kepercayaan pasar terhadap prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang." Jones (1998) dikutip dari Nany Nuraini (2000)

mengemukakan bahwa “PER menunjukkan optimisme dan pesimisme para investor terhadap prospek perusahaan di masa yang akan datang.” Jogiyanto (2000) menyatakan bahwa PER menunjukkan rasio harga saham terhadap *Earning* atau dengan kata lain menunjukkan berapa besar pemodal menilai harga saham terhadap kelipatan dari *Earnings*.”

Harahap (2002: 87) mengatakan bahwa price earning ratio menunjukkan perbandingan antara harga saham di pasar atau harga perdana yang ditawarkan dibandingkan dengan pendapatan yang diterima. PER yang tinggi menunjukkan prestasi suatu perusahaan sangat baik di masa yang akan datang, sehingga digunakan para investor untuk menanamkan modalnya sehingga PER berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

PER dipergunakan oleh berbagai pihak atau investor untuk membeli saham. Investor akan membeli saham perusahaan dengan PER yang kecil, karena PER yang kecil menggambarkan laba bersih saham yang cukup tinggi dan harga yang rendah. Keputusan yang diambil untuk membeli saham dengan PER, yaitu pertama sekali membandingkan dengan PER saham sejenis atau industrinya, bahkan dilihat dari PER pasarnya. Saham tersebut sudah layak dibeli karena murah dibandingkan dengan sejenisnya. Tetapi investor tidak perlu membeli saham tersebut bila PER-nya lebih tinggi daripada perusahaan sejenis.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa harapan investor terhadap *Earning* perusahaan pada masa yang akan datang direfleksikan pada harga saham yang bersedia mereka bayar atas saham perusahaan tersebut yang selanjutnya berpengaruh terhadap PER dengan mengetahui besarnya PER suatu perusahaan. Analis bisa memperkirakan bagaimana posisi suatu saham relatif terhadap saham lain, apakah saham tersebut dibeli atau tidak. Besarnya nilai PER biasanya terkait dengan tahap pertumbuhan perusahaan, sehingga perusahaan yang berada dalam tahap pertumbuhan biasanya memiliki PER yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang berada dalam kondisi yang sudah mapan berdiri.

d. Penilaian *Price Earning Ratio* (PER)

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan antara harga pasar suatu saham (*market price*) dengan *Earning Per Share* (EPS) dari saham yang bersangkutan. Kegunaan dari PER ini adalah untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang

dicerminkan oleh EPS-nya. Harga saham yang dipakai untuk menghitung PER adalah harga saham pada saat ini. Sementara, laba bersih per saham atau EPS-nya umumnya menggunakan EPS perusahaan dalam periode sebelumnya, misalnya satu tahun terakhir. Hasil perhitungan seperti ini sering disebut sebagai *trailing* PER atau gampangnya kita sebut saja PER historis. Sebagian besar PER yang dipublikasikan adalah PER jenis ini. Persamaannya dapat digambarkan sebagai berikut:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga Per Lembar Saham}}{\text{EPS}}$$

e. Hubungan *Price Earning Ratio* (PER) dengan *Return* Saham

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan antara harga pasar dari setiap lembar saham terhadap *EPS*. PER merupakan indikator perkembangan atau pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang (*prospects of the firm*). PER memiliki hubungan yang positif dengan harga saham khususnya *return* perusahaan tersebut.

f. *Return* Saham

Return adalah tingkat kembalian yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Tanpa adanya tingkat keuntungan yang dinikmati dari suatu investasi, tentunya investor (pemodal) tidak akan melakukan investasi. Jadi setiap investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama mendapatkan keuntungan yang disebut sebagai *return* baik langsung maupun tidak langsung (Robert Ang, 1997: 202).

Pendapat Jogiyanto (2000: 107), terkait dengan *return* saham sebagai berikut:

Return merupakan hasil dari investasi. Return dapat berupa return realisasi yang sudah terjadi atau return ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi dimasa yang akan datang.

Menurut Corrado dan Jordan (2000: 5) (dalam Njo Annastasia *et al.*, 2005: 101), "*Return from invesment security is cash flow and capital gain (loss).*" Menurut Jones (2000: 124) (dalam Njo Annastasia *et al.*, 2005: 101) bahwa "*return is yield and capital gain.*" *Capital gain* merupakan bentuk keuntungan

yang diperoleh investor dari selisih harga beli dan harga jual saham yang diinvestasikannya. Sedangkan *yield* merupakan *presentase* penerimaan kas secara periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Untuk investasi dalam bentuk saham, *yield* adalah persentase deviden terhadap harga saham periode sebelumnya.

Pandangan ini senada dengan pendapat Ang (1997: 201) terkait dengan komponen *return* sebagai berikut:

Komponen *return* terdiri dari dua jenis, yaitu *current income* (pendapatan lancar) dan *capital* (keuntungan selisih harga). *Current income* (keuntungan lancar) adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang periodik seperti pembayaran tunai deposito, bunga obligasi, deviden saham, dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar maksudnya adalah keuntungan yang diterima bisaanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat. Komponen kedua dari *return* adalah *capital gain*, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi.

Menurut Jogiyanto (2000: 107), *return* saham dibedakan menjadi 2 (dua), yaitu "(1) *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi; (2) *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang." Berdasarkan pengertian *return*, bahwa *return* suatu saham adalah hasil yang diperoleh dari investasi dengan cara menghitung selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya dengan mengabaikan *dividen*, maka dapat ditulis rumus menurut Ross (dalam Michell Suharli 2005: 101)

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Di mana: R_i = *Return* saham

P_t = Harga saham pada periode t

P_{t-1} = Harga saham pada periode t-1

Komponen *return* saham yang lainnya adalah *dividen*. *Dividen* merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. *Dividen* diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Jika seorang pemodal ingin mendapatkan *dividen*, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama

yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan *dividen*.

Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya kepada setiap pemegang saham diberikan *dividen* berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa *dividen* saham yang berarti kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham, sehingga jumlah saham yang dimiliki pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian *dividen* saham.

D. Tinjauan Umum Obligasi

1. Pengertian Obligasi

Dalam melakukan kegiatan investasi pastilah dihadapkan kepada berbagai alternatif investasi. Salah satu alternatif investasi yang cukup populer adalah obligasi. Obligasi ini menjadi alternatif investasi yang banyak diminati oleh para investor karena obligasi dianggap sebagai suatu investasi yang cukup aman. Obligasi adalah suatu instrumen keuangan berbentuk surat hutang yang diterbitkan oleh suatu perusahaan guna menghimpun dana dari masyarakat dengan nilai nominal dan tingkat suku bunga tertentu. Pada umumnya tingkat suku bunga obligasi ditetapkan dengan perhitungan-perhitungan tertentu oleh penerbit obligasi tersebut.

Pada dasarnya, obligasi dianggap sebagai suatu instrumen investasi yang menawarkan pendapatan yang relatif lebih aman jika dibandingkan dengan instrumen-instrumen keuangan lainnya. Hal ini dikarenakan oleh beberapa alasan, yaitu:

- a. Memberikan *cash-in-flow* yang tetap; obligasi akan memberikan *cash-in-flow* atau arus pendapatan yang tetap. Sebab penerbit obligasi akan membayarkan sejumlah uang sebagai bunga obligasi kepada pemegang obligasi dengan nilai yang telah ditentukan sebelumnya serta jangka waktu yang konstan.
- b. Jaminan pengembalian pokok pinjaman; pemegang obligasi akan menerima sejumlah uang sebagai pelunasan atas hutang pokok pinjaman oleh penerbit obligasi sejumlah nilai par yang tertera pada obligasi tersebut. Uang tersebut akan dibayarkan pada saat tanggal jatuh tempo obligasi tiba.

2. Jenis-Jenis Obligasi

Terdapat beberapa jenis obligasi yang dikenal dalam perdagangan di Bursa Efek antara lain:

- a. *Government bonds* adalah obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat.
- b. *Corporate bonds* adalah obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan.
- c. *Convertible bonds* adalah obligasi yang dapat ditukarkan dengan saham perusahaan penerbit obligasi.
- d. *Municipal bonds* adalah obligasi yang diterbitkan oleh Kotapraja atau Kotamadya.
- e. *Serie bonds* adalah obligasi yang diterbitkan melalui beberapa tahapannya dilakukan secara berangsur.
- f. *Serial bonds* adalah obligasi yang pelunasannya dilakukan secara diangsur.
- g. *Term bonds* adalah obligasi yang diterbitkan dan dilunasi sekaligus.
- h. *Balloon bonds* adalah obligasi yang pelunasannya dimulai dari yang sedikit dan semakin lama semakin besar.
- i. *Euro bonds* adalah obligasi dalam mata uang US\$ dan beredar di luar Amerika.
- j. *Pulltable bonds* adalah obligasi yang pelunasannya dapat diminta dengan segera oleh pemegang obligasi sebelum jatuh tempo, tetapi sesudah *protection period*.
- k. *Callable bonds* adalah obligasi yang dapat dilunasi oleh *emiten* sebelum jatuh tempo, tetapi sesudah *protection period*.
- l. *Secured bonds* adalah obligasi yang dijamin dengan aktiva.
- m. *Ansecured bonds (debentures)* adalah obligasi tanpa jaminan aktiva atau tanpa *guarantor*.
- n. *Bearer bonds* adalah obligasi yang atas pembawa dapat diperjualbelikan antar investor tanpa melalui perantara.
- o. *Registered bonds* adalah obligasi atas nama yang dapat diperjualbelikan melalui Bursa Efek.
- p. *Zero coupon bonds* adalah obligasi tanpa kupon. Obligasi ini dijual dengan harga diskon (*at discount*) dan dilunasi pada harga nominalnya.

Jika dilihat dari jangka waktunya, maka obligasi dapat pula diklasifikasikan ke dalam tiga jenis. Pengklasifikasian obligasi ini dilakukan berdasarkan lamanya masa jatuh tempo obligasi. Jenis-jenis obligasi tersebut adalah:

1. Obligasi jangka pendek adalah obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo yang kurang dari satu tahun. Obligasi semacam ini biasanya diperdagangkan pada pasar uang.
2. Obligasi jangka menengah adalah obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo yang lebih dari satu tahun, namun masih di bawah sepuluh tahun. Biasanya obligasi semacam ini lebih dikenal dengan istilah *notes*.
3. Obligasi jangka panjang adalah obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo lebih dari sepuluh tahun. Obligasi semacam ini biasanya dikenal dengan istilah *bond*.

E. Karakteristik Obligasi

Secara umum, sebuah obligasi mempunyai beberapa karakteristik yang membedakan antara satu obligasi dengan obligasi lainnya. Karakteristik-karakteristik yang dimiliki suatu obligasi adalah: (1) ciri-ciri intrinsik; (2) tipe obligasi; (3) surat perjanjian; dan (4) fitur lain yang mempengaruhi jatuh tempo obligasi tersebut.

1. Ciri-Ciri Intrinsik

Ciri-ciri intrinsik sebuah obligasi adalah meliputi nilai pokok atau nilai PAR, lamanya umur obligasi, tingkat bunga yang dibayarkan dan sifat kepemilikan obligasi. Jangka waktu pembayaran bunga kupon biasa bervariasi. Ada yang membayarkan bunga kupon setahun sekali, semianual, atau triwulanan. Nilai pokok dan lama jatuh tempo suatu obligasi ditentukan oleh penerbit. Khusus untuk ciri keempat, yakni sifat kepemilikan, ada 2 (dua) jenis sifat kepemilikan obligasi, yakni: (1) Obligasi yang teregister, yaitu obligasi yang nama pemegangnya tertera pada sertifikat obligasi sehingga obligasi tersebut tidak dapat diperjualbelikan; dan (2) Obligasi tak teregister, yaitu obligasi yang nama pemegangnya tidak tercatat sehingga obligasi ini bisa diperjualbelikan di pasar keuangan.

2. Jenis Penerbitan

Secara umum, obligasi dapat diterbitkan dengan 3 (tiga) keadaan, yaitu: (a) Obligasi dengan jaminan, yakni obligasi yang diterbitkan dengan *asset* tertentu sebagai jaminan atas obligasi tersebut. Pemegang obligasi dapat melakukan klaim atas *asset* yang dijamin pada keadaan tertentu; (b) Obligasi

tanpa jaminan, yakni obligasi yang diterbitkan tanpa jaminan *asset* namun hanya memegang janji penerbit untuk membayar pokok obligasi pada waktu tertentu di masa yang akan datang; dan (c) Obligasi subordinat, yakni obligasi yang diterbitkan dengan menjaminkan pendapatan perusahaan. Obligasi ini hanya akan membayarkan bunga jika pendapatan diperoleh. Obligasi semacam ini memang tidak populer di kalangan korporasi.

3. Surat Perjanjian

Surat perjanjian dalam sebuah penerbitan obligasi biasanya berisikan kewajiban-kewajiban hukum penerbit obligasi. Biasanya penjamin (biasanya adalah bank) akan menjamin bahwa pihak penerbit akan memenuhi semua kewajibannya seperti membayar bunga tepat waktu dan melunasi pokok pinjaman pada saat jatuh tempo.

4. Fitur Lain yang Mempengaruhi Jatuh Tempo Obligasi

Setiap investor seharusnya memperhatikan fitur-fitur yang terdapat pada sebuah obligasi yang dapat mempengaruhi masa jatuh tempo suatu obligasi. Misalnya ada fitur *callable* yang memperbolehkan penerbit untuk menarik obligasi sebelum jatuh tempo dengan cara melunasi pokoknya sebelum masa jatuh tempo. Penerbit biasa akan memberikan pemberitahuan 30 atau 60 hari sebelumnya. Ada pula fitur yang memperbolehkan penerbit untuk membayar bunga obligasi dengan sumber dana lain seperti saham. Ada pula konsep *sinking-fund* yang mengatakan pembayaran pokok pinjaman semestinya dilakukan dengan cara diangsur dari pada dibayarkan sekaligus saat jatuh tempo. Hal ini juga akan merubah umur obligasi.

F. Struktur Pasar Obligasi Global

Pada dasarnya pasar obligasi dan asset-aset berpendapatan tetap lainnya memiliki pasar yang lebih luas jika dibandingkan dengan jenis asset lainnya. Dalam mencari dan menghimpun dana, perusahaan akan mempertimbangkan untuk menerbitkan saham baik saham preferen maupun saham biasa sebagai modal sendiri ataupun meminjam dari luar dengan menerbitkan obligasi. Pasar obligasi secara umum tersebar di hampir semua Negara. Namun sekitar 50% dari keseluruhan pasar obligasi global adalah berasal dari Amerika Serikat. Selain itu, negara lain di kawasan Eropa dan Asia

juga mempunyai pasar obligasinya sendiri. Di dalam pasar obligasi global, secara umum dapat diklasifikasikan 5 (lima) kelompok umum pihak-pihak yang menerbitkan obligasi sebagai berikut:

1. Pemerintah Pusat Suatu Negara

Hampir setiap pemerintah dari semua negara menerbitkan surat hutang sejenis obligasi. Bahkan di Amerika Serikat, obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah Federal AS mendominasi pasar obligasi di negara tersebut. Di Jepang juga demikian, obligasi yang diterbitkan digunakan untuk memenuhi kebutuhan pembangunan. Pemerintah Indonesia juga menerbitkan obligasi negara yang dikenal dengan istilah SBI (Sertifikat Bank Indonesia) dan SUN (Surat Utang Negara).

2. Lembaga-Lembaga Kenegaraan

Selain pemerintah negara itu sendiri, lembaga-lembaga yang dibawahinya juga bisa menerbitkan obligasi untuk menghimpun dana. Di Amerika Serikat, obligasi yang diterbitkan oleh lembaga pemerintah ada yang dijamin oleh pemerintah, ada pula yang tidak.

3. Pemerintah Daerah Suatu Negara

Negara bagian atau pemerintah daerah dari suatu negara juga bisa menerbitkan obligasi untuk tujuan pendanaan. Di Amerika Serikat misalnya, pemerintah negara bagian hingga pemerintah kota sekalipun menerbitkan obligasi. Keunggulan dari obligasi ini adalah bunga obligasi dianggap sebagai pendapatan bebas pajak. Walaupun secara umum pendapatan dari obligasi dikenai pajak.

4. Perusahaan

Berbeda dengan jenis obligasi lainnya, obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan mempunyai variasi yang lebih beragam. Mulai dari bunga dan PAR. Setiap perusahaan memiliki kemampuan pembayaran yang berbeda-beda. Oleh karena itu, dibuatlah peringkat mulai dari yang paling aman untuk berinvestasi hingga paling beresiko. Belakangan ini, perusahaan yang menerbitkan obligasi dikelompokkan ke dalam empat kategori, yaitu perusahaan industri, perusahaan transportasi, perusahaan utilitas umum dan perusahaan keuangan.

5. Penerbit Internasional

Pada umumnya, obligasi yang diterbitkan secara internasional dikelompokkan ke dalam dua kelompok, yaitu: (1) *foreign bond*, yaitu obligasi yang diterbitkan dengan mata uang selain dolar; dan (2) *euro bond*, yaitu obligasi yang diterbitkan dengan mata uang dolar. Komposisi obligasi asing di pasar dalam negeri bervariasi di tiap-tiap negara. Jepang memiliki 10% obligasi asing sedangkan Inggris memiliki 54% obligasi Asing. Selain penerbit, di dalam pasar global obligasi juga harus ada investor. Investor yang bermain di pasar obligasi secara umum adalah investor individual dan investor institusional. Walaupun pada pelaksanaannya, proporsi investor sangat kecil. Investor institusional mendominasi 90% hingga 95% dari pasar. Investor institusional biasanya bermain di pasar obligasi pemerintah dan obligasi lembaga pemerintah. Misalnya perusahaan asuransi jiwa yang banyak menginvestasikan uang yang dimilikinya ke dalam obligasi lembaga pemerintah. Industri perbankan banyak berinvestasi di dalam obligasi pemerintah.

G. Kopur dan Kupon

Emisi obligasi dapat diterbitkan dalam beberapa nilai nominal atau disebut kopur, yaitu Rp. 100.000, Rp 1.000.000, Rp. 10.000.000, Rp. 25.000.000, dan Rp. 100.000.000. Sementara itu, pembayaran kupon dapat dilakukan dengan tingkat yang tetap (*fixed rate*) dan mengambang (*floating rate*). *Floating rate berarti mengambang sebesar persentase tertentu* (umumnya 3%) di atas bunga deposito sertifikat Bank Indonesia. Biasanya, obligasi yang berisiko adalah berkupon *fixed rate*. Pada saat tingkat bunga umum di bawah *fixed coupon rate*, maka penjualan obligasi masih menarik bagi investor. Pada saat tingkat bunga umum meningkat karena pemerintah mengeluarkan kebijakan "*tight money policy*" dengan menarik uang dari peredaran, yaitu dana Milik Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang semula berada dideposito bank swasta, dan kemudian mentransfernya ke rekening Bank Indonesia, maka kurs obligasi berjatuh.

H. Variabel yang Mempengaruhi Kurs Obligasi

Variabel-variabel yang mempengaruhi kurs obligasi sebagai berikut: (1) tingkat bunga umum; (2) kupon obligasi; (3) jatuh tempo; dan (4) tingkat risiko

pelunasan. Jika tingkat bunga umum naik, maka kurs obligasi akan turun dan begitu pula sebaliknya. Rumusan tersebut hanya berlaku hanya berlaku untuk obligasi dengan tingkat kupon yang bersifat tetap (*fixed rate*). Jika kupon lebih besar daripada bunga umum, berarti kurs obligasi berada pada tingkat *at premium* atau di atas nominal atau berada di atas 100, dan apabila sebaliknya, maka kurs obligasi akan berada di bawah 100 atau di bawah nilai nominal atau *at discount*. Jika tingkat kupon sama dengan bunga umum, maka secara teoritis kurs obligasi sama dengan nilai nominalnya atau sama dengan 100. Semakin lama jatuh tempo obligasi tersebut, maka semakin rendah kurs obligasi *at discount*.

Obligasi yang tidak pernah mengalami gagal bayar bunga atau gagal bayar pelunasan. (*default*) akan memiliki nilai lebih atau kurs tetap yang lebih tinggi daripada obligasi lainnya. nilai lebih tersebut tercermin pada *convexity* yang positif. Sebaliknya obligasi yang pernah mengalami *default* akan kurang bernilai yang tercermin pada *convexity* yang negatif. Bonafiditas adalah merupakan kemampuan *emiten* obligasi dalam melakukan pelunasan pembayaran kupon atau angsuran pokok secara tepat waktu. Bonafiditas *emiten* obligasi akan tercermin pada peringkat obligasi, seperti: AAA, AA, A atau BBB, BB, B, dan seterusnya.

I. Kurs Obligasi

Perhitungan kurs obligasi menggunakan *persent value method*, yaitu menghitung nilai sekarang dari *cash flow* yang akan diterima selama masa jatuh tempo. *Cash flow* terdiri dari kupon yang masih akan diterima beberapa kali sesuai dengan sisa jatuh tempo dan nominal obligasi pada saat jatuh tempo. Sebagai perbandingan adalah minimum *yield* atau *yield to maturity* (YTM), yang pada umumnya adalah tingkat bunga umum rata-rata tingkat bunga sertifikat Bank Indonesia.

Contoh 1. TYM lebih rendah daripada kupon

Andaikan obligasi "XX" memiliki nominal Rp. 1.000.000, kupon 12% *maturity* dalam 3 tahun, dan pembayaran kupon dilakukan setiap triwulan. YTM = 8%. Berapa kurs obligasi?

Rumus *Present Value*:

$$\text{Kurs} = \frac{\text{Kupon}^1}{(1+i)^1} + \frac{\text{Kupon}^2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\text{Kupon}^n}{(1+i)^n} + \frac{\text{nominal}^n}{(1+i)^n}$$

Kupon¹ = kupon pertama yang akan diterima, $\frac{1}{4} \times 12\% = 3\%$

Kupon² = kupon kedua yang akan diterima, $\frac{1}{4} \times 12\% = 3\%$

Kupon³ = kupon ketiga yang akan diterima, $\frac{1}{4} \times 12\% = 3\%$

Nominalⁿ = nominal yang akan diterima pada periode duabelas,

$$i = \frac{1}{4} \times 8\% = 2\%$$

Tabel 4.1
Perhitungan *Present Value*

Triwulan ke	Cash Flow	PV Factor dari 2%	Present Value
(a)	(b)	(c)	(d = b x c)
1	0,03	0,9803	0,029407
2	0,03	0,9612	0,028836
3	0,03	0,9423	0,028269
4	0,03	0,9238	0,027714
5	0,03	0,9057	0,027171
6	0,03	0,8880	0,026640
7	0,03	0,8706	0,026118
8	0,03	0,8535	0,025605
9	0,03	0,8367	0,025101
10	0,03	0,8203	0,024609
11	0,03	0,8043	0,024129
12	1,00	0,7885	0,023655
		0,7885	0,078850
Total			1,105756

$$\text{Kurs} = \frac{0,03}{(1,02)^1} + \frac{0,03}{(1,02)^2} + \dots + \frac{0,03}{(1,02)^{12}} + \frac{1,00}{(1,02)^{12}}$$

$$\text{Kurs} = 1,105756$$

Contoh 2. YTM lebih tinggi dari kupon

Andaikan obligasi “BB” memiliki nominal Rp. 1.000.000, kupon 12%, *maturity* dalam 3 tahun, dan pembayaran kupon dilakukan setiap triwulan. YTM = 16%. Berapa kurs obligasi?

$$\text{Kurs} = 0,03 \times \frac{[1 - 1/(1,04)^{12}]}{0,04} + 1/(1,04)^{12}$$

$$\text{Kurs} = 0,03 \times 9,385072 + 0,624597$$

$$\text{Kurs} = 0,906149 \text{ atau dibaca } 90,5625\% \text{ yang dibulatkan dalam kelipatan } 1/16.$$

Kesimpulan: apabila contoh 1 dibandingkan dengan contoh 2, maka diketahui bahwa semakin tinggi tingkatan bunga umum (*Yield to Maturity*) semakin rendah kurs obligasi.

Contoh 3. YTM lebih tinggi daripada kupon dan *maturity* adalah 2 tahun.

Andaikan obligasi “CC” memiliki nominal Rp. 1.000.000, kupon 12% *maturity* dalam 2 tahun, dan pembayaran kupon dilakukan setiap triwulan. YTM = 16%. Berapa kurs obligasi?

$$\text{Kurs} = 0,03 \times \frac{[1 - 1/(1,04)^8]}{0,04} + 1/(1,04)^8$$

$$\text{Kurs} = 0,03 \times 6,732672 + 0,730690$$

$$\text{Kurs} = 0,932672 \text{ atau dibaca } 93,250\% \text{ yang dibulatkan dalam kelipatan } 1/16.$$

Kesimpulan: apabila dibandingkan antara contoh 2 dan contoh 3, maka disimpulkan bahwa obligasi *at discount* (bunga lebih tinggi daripada kupon) akan semakin tinggi kursnya jika *maturity* lebih pendek atau semakin rendah kursnya jika *maturity* semakin lama.

Contoh 4. *YTM* lebih rendah daripada kupon, dan *maturity* adalah 2 tahun.

Andaikan obligasi “AA” memiliki nominal Rp. 1.000.000, kupon 12% *maturity* adalah 2 tahun, dan pembayaran kupon dilakukan setiap triwulan. *YTM*= 8%. Berapa kurs obligasi?

$$\text{Kurs} = 0,03 \times \frac{1 - 1/(1,02)^8}{0,02} + 1/(1,02)^8$$

$$\text{Kurs} = 0,03 \times 7,325468 + 0,853491$$

$$\text{Kurs} = 1,073255 \text{ atau dibaca } 107,3125\% \text{ yang dibulatkan dalam kelipatan } 1/16.$$

Kesimpulan: apabila dibandingkan antara contoh 1 dan contoh 4, maka disimpulkan bahwa obligasi *at premium* (bunga lebih rendah daripada kupon) akan semakin tinggi kursnya jika *maturity* semakin pendek.

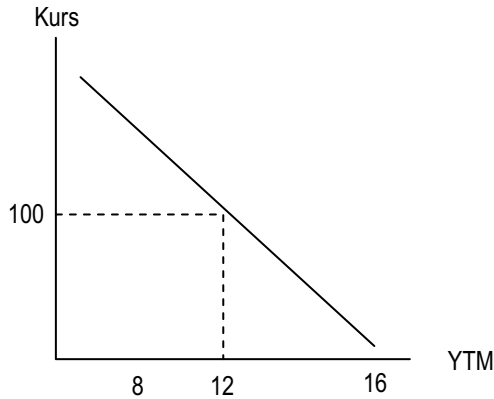
J. Hubungan Kurs dengan YTM

Hubungan antara *YTM* dengan kurs obligasi secara teoritis digambarkan proporsional, akan tetapi dalam dunia nyata terkadang tidak demikian. Dikarenakan kurs obligasi tidak hanya ditentukan oleh elemen bunga atau *YTM*, tetapi juga oleh *maturity* dan *bonafiditas emiten* yang menerbitkan obligasi. Jika *YTM* naik, maka kurs obligasi akan turun, tetapi tidak proporsional, dan demikian pula sebaliknya.

Setiap jenis obligasi mempunyai reaksi yang berbeda-beda terhadap perubahan *YTM*, karena konsisi keuangan setiap *issuer* obligasi tidaklah sama. Sebagian *bond issuer* mungkin dapat terus membayar kupon secara tepat waktu, dan sebagian lagi mungkin menundanya, bahkan ada yang gagal melakukan pembayaran. Cara yang paling mudah untuk mengetahui hal tersebut adalah dengan melihat peringkat obligasi (*bond rating*) yang diterbitkan oleh PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) atau *Standard Poor* di Amerika Serikat, seperti AAA, AA, A, BBB, BB, B, dan seterusnya. Peringkat obligasi yang terdepan (AAA) adalah yang terbaik, sementara yang terjelek adalah D. Peringkat atau *rating* ini dapat mencerminkan *bonafiditas bond issuer* dalam memenuhi kewajibannya.

Gambar 4.1

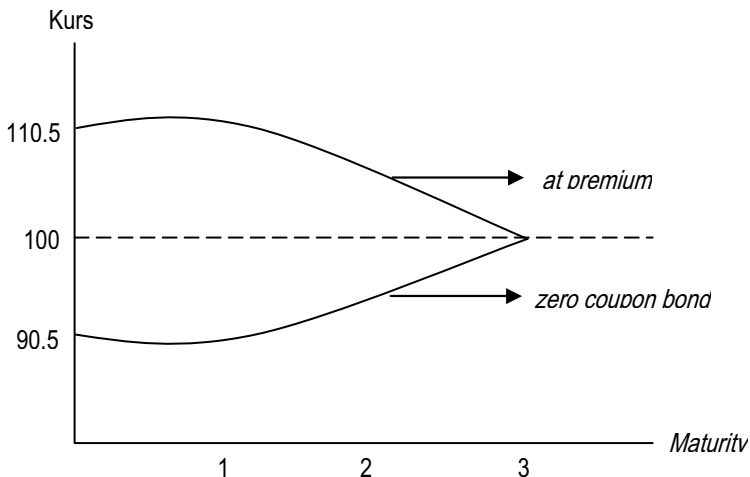
Hubungan antara YTM dan Kurs



K. Hubungan Kurs dengan *Maturity*

Hubungan kurs dan *maturity* dapat dilihat pada gambar 6.2. untuk semua jenis obligasi. Kurs akan mendekati 100 apabila semakin dekat dengan *maturity* dan pada saat *maturity* kurs akan sama dengan 100, yang yang berarti *emiten* obligasi harus melunasi sebesar nilai nominalnya. Obligasi yang kursnya *at premium*, semakin jauh dengan waktu jatuh tempo semakin tinggi kursnya atau semakin dekat dengan jatuh tempo semakin rendah kurs-nya. Sementara obligasi yang kurs-nya *at discount* (misalnya, *zero coupon bond*), semakin jauh dengan jatuh tempo semakin rendah kursnya dan semakin dekat dengan jatuh tempo tinggi kursnya.

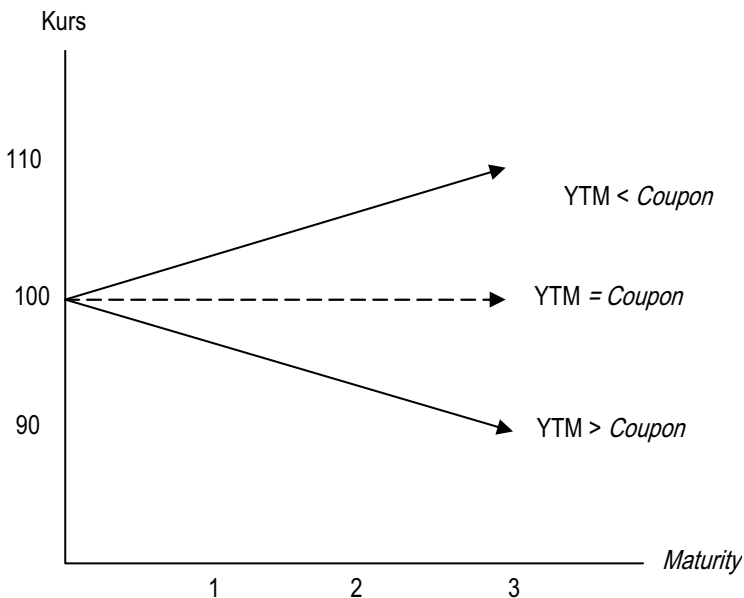
Gambar 4.2
Hubungan Kurs dan *Maturity*



L. Hubungan Kurs, YTM, dan *Maturity*

Pada gambar 4.3 berikut ini tampak bahwa kurs sama dengan 100, apabila YTM lebih rendah daripada kupon, maka kurs obligasi akan menjadi di atas 100 atau *at premium*, dan semakin lama *maturity* semakin tinggi kursnya. Apabila YTM lebih tinggi daripada kupon, maka kurs obligasi akan menjadi di bawah 100 atau *at discount*, dan semakin lama *maturity* semakin rendah kursnya. Jika suatu obligasi memiliki *maturity* yang lebih lama, maka kurs akan turun lebih tajam apabila terjadi kenaikan YTM, dan akan naik lebih tajam apabila terjadi penurunan YTM.

Gambar 4.3
Hubungan Kurs, YTM, dan *Maturity*



M. *Bond Ratings*

Selain dapat memberikan keuntungan, obligasi juga berpotensi untuk menimbulkan kerugian. Oleh karena itu, untuk mengurangi resiko tersebut diperlukan pihak ketiga sebagai penyedia informasi tentang kinerja keuangan, manajemen, bisnis, dan kondisi industri *emiten* obligasi tersebut. Pihak institusi yang memberikan evaluasi dan penilaian atas kinerja *emiten* tersebut biasanya disebut lembaga pemeringkat (*rating company*). Lembaga ini bertugas untuk melakukan evaluasi dan analisis atas kemungkinan macetnya pembayaran surat

utang. Tujuan utama proses *rating* adalah memberikan informasi akurat mengenai kinerja keuangan, posisi bisnis industri perseroan yang menerbitkan surat utang (obligasi) dalam bentuk peringkat kepada calon investor. Manfaat umum dari proses pemeringkatan adalah:

1. Sistem informasi keterbukaan pasar yang transparan yang menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.
2. Menentukan besarnya *coupon*, semakin bagus rating cenderung semakin rendah nilai kupon begitu pula sebaliknya.
3. Efisiensi biaya; hasil *rating* yang bagus akan memberikan keuntungan, yaitu menghindari persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan seperti jaminan aset.
4. Memberikan informasi yang objektif dan independen menyangkut kemampuan pembayaran utang, tingkat resiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkatan utang tersebut.
5. Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

N. Manfaat *Rating* Bagi Investor

Terdapat beberapa manfaat *rating* bagi investor antara lain:

1. Informasi resiko investasi; dengan adanya peringkat obligasi, maka investor akan mengetahui resiko dari obligasi yang akan dipilihnya.
2. Rekomendasi investasi; investor akan mudah mengambil keputusan investasi berdasarkan hasil peringkat kinerja *emiten* obligasi tersebut sehingga investor dapat melakukan strategi investasi akan membeli atau menjual sesuai perencanaannya.
3. Pebandingan; hasil *rating* akan dijadikan patokan dalam membandingkan obligasi.

O. *Bonds Valuation Calendar Convention*

Dalam menghitung bunga (*interest*) yang akan diterima, perlu diketahui terlebih dulu penggunaan dasar-dasar hari (*calendar conventions*) dalam pasar obligasi. *Calendar conventions* yang biasa dipakai adalah:

1. $Actual / Actual = Act / Act$
2. $Actual / 360 = Act / 360$

3. $Actual / 365 = Act / 365$
4. $30 / 360 = 30 / 360$

Pada pasar obligasi Indonesia berlaku ketentuan seperti: Obligasi korporasi, umumnya digunakan ketentuan 1 bulan = 30 hari, dan 1 tahun = 360 hari; Obligasi negara digunakan ketentuan *actual days* untuk menghitung hari berjalan dan total hari 1 kupon; dan *Commercial paper* digunakan ketentuan *actual days* dan 1 tahun = 360 hari; dan lain-lain.

P. ***Bonds Valuation Harga dan Accrued Interest***

Price (harga) obligasi dinyatakan dalam persentase nilai nominal.

1. Jika 100%, dikenal dengan *PAR Value*.
2. < 100%, dikenal dengan *at discount*.
3. > 100%, dikenal dengan *at premium*.
4. Agar diperoleh *interest* yang menjadi hak penjual, digunakan penghitungan *Accrued Interest*. Dimulai dari pembayaran bunga terakhir sampai tanggal *settlement*.
5. *Accrued Interest* sangat tergantung pada perhitungan dasar hari (*calendar conventions*) obligasi. (Indonesia: 30 / 360 dan *Act / Act*).

Perhitungan *Accrued Interest* dapat dilakukan dengan menggunakan formula:

$$Accrued Interest (AI) = \text{nilai nominal} \times \% \text{ kupon} \times \text{waktu}$$

Dimana,

$$\text{Waktu} = \frac{\text{Jumlah hari dari pembayaran bunga terakhir s/d settlement date}}{\text{Jumlah hari dalam setahun}}$$

Contoh: Obligasi Bank CBA tahun 2013, memiliki tingkat bunga 12,50% p.a. dengan pembayaran kupon 6 bulan sekali dengan pembayaran kupon terakhir adalah 28 Januari 2005, dan jika *settlement date*-nya 19 Juli 2005, berapakah *accrued interest* yang terhutang untuk nilai nominal Rp. 1 Milyar?

Nilai nominal = Rp. 1 Milyar

Kupon = 12,50%

Total hari = Januari (2) + Februari (30) + Maret (30) + April (30) +
Mei (30) + Juni (30) + Juli (19) = 171 hari

maka,

$$AI = \frac{1.000.000 \times 12.50\% \times 171}{360} = \text{Rp. } 59.37.000$$

Harga obligasi adalah *present value* dari *expected cash flow* semua kupon dan nominal (pokok). Jika obligasi dengan kupon C , *redemption* R , dan dengan n -kali pembayaran kupon, dengan *discount rate* (*required rate*) saat ini i , dan kemudian setiap kupon diinvestasikan dengan tingkat bunga r , maka:

Karena $C1 = C2 = \dots = Cn = C$, maka

$$PV = \frac{C(1+r)^{n-1} + C(1+r)^{n-2} + \dots + C}{(1+i)^n} + \frac{R}{(1+i)^n}$$

Bonds valuation harga dan *accrued interest*

Jika $i = r$, maka:

$$\begin{aligned} PV &= \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{R}{(1+i)^n} \\ &= C \left(\frac{1 - \left(\frac{1}{(1+i)} \right)^n}{i} \right) + \frac{R}{(1+i)^n} \end{aligned}$$

Contoh: Bond Pricing

Obligasi HM Sampoerna I/2000 dengan nominal Rp 1 milyar berjangka waktu 5 tahun, dengan kupon 17,50% dibayarkan setiap 6 bulan, dan *redemption*

value = 100%. Misalkan suku bunga 5 tahun adalah 17%/tahun, berapakah harga obligasi tersebut?

$$C = (17,50\% / 2) \times \text{Rp } 1.000.000.000,00$$

$$= \text{Rp } 87.500.000,00$$

$$n = \text{jumlah pembayaran} = 5 \text{ tahun} \times 2 = 10$$

$$i = \text{discount rate} = 17\% / 2 = 8,5\% = 0,085$$

Bonds valuation harga dan *accrued interest* maka,

$$\begin{aligned} PV &= 87.500.000,00 \times \left(\frac{1 - \left(\frac{1}{(1 + 0,085)} \right)^{10}}{0,085} \right) + \frac{1.000.000.000,00}{(1 + 0,085)^{10}} \\ &= \text{Rp } 1.016.403.370,15 \end{aligned}$$

Dalam persentase, harga obligasi tersebut adalah :

$$\text{Price} = \frac{\text{Rp } 1.016.403.370,15}{\text{Rp } 1.000.000.000,00} \times 100\% = 101,64\%$$

Q. *Bonds Valuation Return Yield to Maturity*

Return dari memegang instrumen hingga jatuh tempo dalam bentuk persentase. *Return* ini sudah memasukkan unsur premium/diskon dari harga serta tingkat investasi kembali dari kupon.

$$\text{Price} = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{R}{(1+i)^n}$$

Di mana:

Price = Harga pasar obligasi

C = Besar kupon

- R = Besar nilai *redemption*
 t = Periode pembayaran kupon sampai jatuh tempo

Asumsi yang digunakan pada perhitungan *yield to maturity* ini adalah besar tingkat reinvestasi atas bunga obligasi yang diterima adalah sebesar *yield to maturity* itu sendiri.

R. *Bonds Valuation Return*

Karena rumitnya perhitungan YTM dengan perhitungan di atas, maka untuk mencari nilai YTM dapat pula dipergunakan formula *YTM approximation*, atau pendekatan nilai YTM. Formula tersebut adalah :

$$\text{YTM approximation} = \frac{C + \frac{R - P}{n}}{\frac{R + P}{2}} \times 100\%$$

Di mana:

- C = kupon
 n = periode waktu yang tersisa (tahun)
 R = *redemption value*
 P = harga pembelian (*purchase value*)

Contoh: YTM

Obligasi H.M. Sampoerna I tahun 2000, dibeli pada 6 Agustus 2002 dengan harga 101,75%; memiliki kupon sebesar 17,5% dibayar setiap 6 bulan sekali dan jatuh tempo pada 28 Januari 2005. Berapakah besar *YTM approximation*-nya?

- C = 17,5%
 n = ± 2 tahun 6 bulan = 2,5 tahun
 P = 101,75%
 R = 100%

$$\text{YTM appromixation} = \frac{17,5 + \frac{100 - 101,75}{2,5}}{\frac{100 + 101,75}{2}} \times 100\% = 16,65\%$$

Dari rumusan di atas, dapat diketahui bahwa tingginya harga obligasi berbanding terbalik dengan tingkat bunga. Selain itu faktor lain yang mempengaruhi harga obligasi adalah: (a) kondisi makroekonomi Indonesia; (b) kondisi industri dari *emiten*; (c) kinerja *emiten* (kemampuan memenuhi kewajiban hutang); (d) struktur instrumen; dan (e) likuiditas pasar.

S. Definisi *Rating*

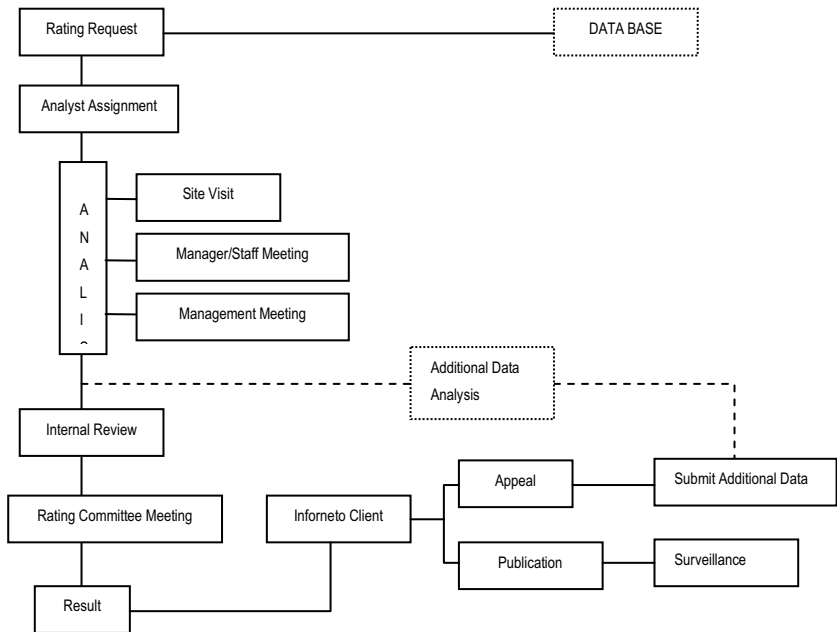
Rating adalah suatu opini yang objektif untuk menilai kemampuan dan kemauan suatu *emiten* dalam memenuhi kewajiban finansialnya secara tepat waktu. *Rating* bukan merupakan rekomendasi untuk membeli, menjual atau menahan suatu obligasi. *Rating* memberikan indikasi mengenai kemungkinan investor memperoleh kembali investasinya sesuai dengan yang dijanjikan, namun tidak memberikan prediksi yang spesifik atas probabilitas terjadinya *default*.

T. *Measuring Risk Kredit*

Indikator utama dari resiko ini adalah peringkat (*rating*) dari obligasi yang diterbitkan oleh lembaga pemeringkat. Semakin tinggi peringkat suatu obligasi maka semakin kecil kemungkinannya obligasi tersebut di masa mendatang gagal memenuhi kewajibannya.

Lembaga pemeringkat domestik di Indonesia yang telah mendapatkan izin dari BAPEPAM-LK adalah Pefindo, *Fitch* Indonesia, dan *Moody's* Indonesia. Peringkat obligasi yang dianggap sebagai *investment grade* adalah peringkat dari AAA hingga BBB untuk Pefindo dan Fitch serta AAA hingga BAA untuk *Moody's*.

Gambar 4.4
Proses *Rating*



Terdapat beberapa cara untuk mengurangi resiko kredit dengan mempergunakan perangkat sebagai berikut:

1. Jaminan
 - a. *Fixed Asset*, aset perusahaan yang berbentuk tanah, pabrik, bangunan, dan lain-lain.
 - b. *Receivables*, *pendapatan* piutang perusahaan yang akan diperoleh di masa datang.
2. *Sinking Fund*
 - a. *Conditional Sinking Fund*, *sinking fund* yang muncul akan tidak terpenuhinya syarat-syarat yang disetujui saat obligasi terbit.
 - b. *Mandatory Sinking Fund*, yaitu pembayaran lebih awal atas pokok hutang obligasi.
3. *Financial Covenant*

- a. *Debt to Equity Ratio (DER)*; perbandingan antara jumlah hutang dengan jumlah saham suatu perusahaan. Semakin besar DER, semakin besar resiko kredit suatu perusahaan.
- b. *Current Ratio (CR)*; perbandingan antara aset lancar dengan Kewajiban Lancar suatu perusahaan. Semakin besar CR, maka semakin kecil resiko kreditnya.
- c. *Interest Coverage (IC)*; kemampuan suatu perusahaan dalam membayar bunga pinjaman hutang yang dimilikinya. Semakin besar IC suatu perusahaan, maka semakin kecil resiko kredit tersebut.

U. *Measuring Risk Suku Bunga*

a. *Duration*

Duration merupakan salah satu fungsi yang dapat digunakan untuk menganalisis volatilitas harga dari obligasi. Fungsi *duration* adalah menunjukkan aproksimasi tingkat perubahan harga dari obligasi terhadap perubahan tingkat suku bunga/*yield*. Pendekatan perhitungan *duration* dapat menggunakan formula *Modified Duration*:

$$\text{Modified Duration} = \frac{\frac{C}{i^2} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right] + \frac{n \left(R - \frac{C}{i} \right)}{(1+i)^{n+1}}}{P}$$

Modified Duration merupakan ukuran persentase perubahan harga obligasi akibat perubahan *yield* sebesar 1%. Jika suatu obligasi mempunyai *modified duration* sebesar *p*, maka harga obligasi tersebut akan berubah sebesar *p*% untuk setiap perubahan *yield* sebesar 1%.

Hubungan nilai *duration* dengan kupon bunga dan lama jatuh tempo obligasi, yaitu:

1. Kupon bunga makin tinggi, *duration* semakin kecil
2. *Yield* makin tinggi, *duration* semakin kecil

3. Jatuh tempo makin panjang, *duration* semakin besar

Hal yang harus diperhatikan dalam penggunaan *duration* adalah kemampuan fungsi ini terbatas hanya pada perubahan *yield* yang cukup kecil. Sehingga jika digunakan untuk perubahan *yield* yang cukup jauh, perhitungan *duration* tidak lagi akurat.

b. Penggunaan *Duration*

Terdapat beberapa manfaat penggunaan *duration* sebagai berikut:

1. Secara sederhana dapat dilihat sebagai jatuh tempo efektif dari surat obligasi tersebut.
2. Menjadi alat ukur sensitifitas perubahan harga obligasi akibat pergerakan suku bunga, yaitu:
 - a) Alat ukur volatilitas harga obligasi.
 - b) Alat ukur resiko suku bunga.
3. Berguna sebagai bagian manajemen resiko, yaitu:
 - a) Alat untuk melakukan proses *matching* antara *asset* dan *liabilities*.
 - b) Alat untuk melakukan *hedging* atas sensitivitas investasi terhadap pergerakan suku bunga.

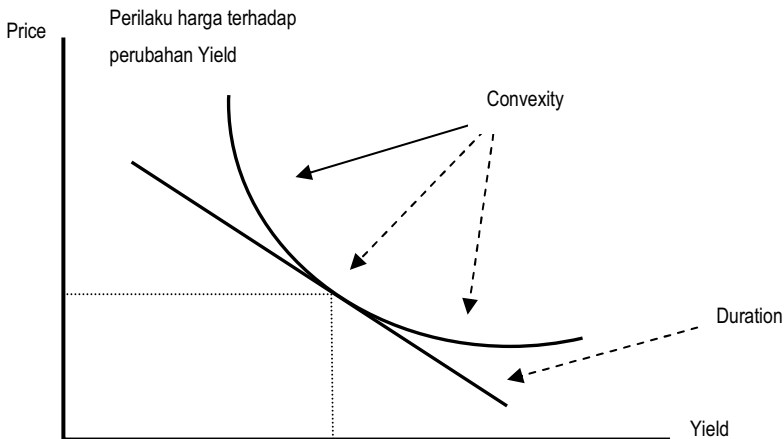
Contoh: *Duration*

Obligasi Indosat 1 A/2001 memiliki tingkat bunga kupon 18,50% *Semi Annually*, dengan tenor 5 tahun, sekarang diperdagangkan di level 106,50% atau dengan YTM 16,08%. Tentukan *Modified Duration*-nya! maka,

$$\begin{aligned}
 \text{Modified Duration} &= \frac{\frac{C}{i^2} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right] + \frac{n \left(R - \frac{C}{i} \right)}{(1+i)^{n+1}}}{P} \\
 &= \frac{\frac{0,0925}{0,0804^2} \left[1 - \frac{1}{(1,0804)^{10}} \right] + \frac{10 \left(1 - \frac{0,0925}{0,0804} \right)}{(1,0804)^{11}}}{1,065} \\
 &= 6,632 \text{ (semi annually)} \\
 &= 3,316 \text{ (annually)}
 \end{aligned}$$

Seperti telah dijelaskan sebelumnya, *duration* memiliki keterbatasan dalam memperkirakan perubahan harga akibat perubahan *yield*. Oleh karena itu, ada rumusan *convexity* yang dapat digunakan untuk meningkatkan akurasi perkiraan perubahan harga tersebut. Berikut ini gambar perilaku harga terhadap perubahan *yield*.

Gambar 4.5
Perilaku Harga terhadap Perubahan *Yield*



Pendekatan perhitungan *convexity* dapat menggunakan rumusan:

$$\text{Convexity} = \frac{2C}{i^3} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right] - \frac{2Cn}{i^2(1+i)^{n+1}} + \frac{n(n+1) \left(R - \frac{C}{i} \right)}{(1+i)^{n+2}}$$

Contoh: *Convexity*

Obligasi Indosat 1 A/2001 memiliki tingkat bunga kupon 18,50% *Semi Annually*, dengan tenor 5 tahun, sekarang diperdagangkan di level 106,50% atau dengan YTM 16,08%. Tentukan *Convexity*-nya!

maka,

$$\begin{aligned}
 \text{Convexity} &= \frac{2C}{i^3} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right] - \frac{2Cn}{i^2(1+i)^{n+1}} + \frac{n(n+1) \left(R - \frac{C}{i} \right)}{(1+i)^{n+2}} \\
 &= \frac{0,185}{0,0804^3} \left[1 - \frac{1}{(1,0804)^{10}} \right] - \frac{1,85}{0,0804^2(1,0804)^{11}} + \frac{110 \left(1 - \frac{0,0925}{0,0804} \right)}{(1,0804)^{12}} \\
 &= 62,90266 \text{ (semi annually)} \\
 &= 15,72567 \text{ (annually)}
 \end{aligned}$$

Penggunaan *duration* dan *convexity* dalam memperkirakan perubahan harga akibat perubahan tingkat *yield*, menggunakan rumusan di bawah ini:

$$= (- \text{modified duration} \times \Delta i \times 100) + (\text{convexity} \times \Delta i^2 \times 100)$$

Dengan menggunakan contoh soal *duration* dan *convexity* sebelumnya, maka perubahan harga obligasi Indosat 1A/2001, jika:

- 1) *Yield* naik 1,25%
- 2) *Yield* turun 1,25%

Jika *yield* naik 1,25% , maka harga obligasi berubah sebesar:

$$\begin{aligned}
 &= (- 3,316 \times 0,0125 \times 100) + (15,72567 \times (0,0125)^2 \times 100) \\
 &= -3,8993\%
 \end{aligned}$$

Artinya, harga menjadi 102,6007%

Jika *yield* turun 1,25%, maka harga obligasi berubah sebesar :

$$\begin{aligned}
 &= (- 3,316 \times 0,0025 \times 100) + (15,72567 \times (0,0125)^2 \times 100) \\
 &= -4,3907\%
 \end{aligned}$$

Artinya, harga menjadi 110,8907%

V. Measuring *Risk Likuiditas*

Liquidity risk biasanya diukur dengan melihat *spread bid* dan *offer* harga. Namun karena sifat transaksinya *over the counter*, informasi ini menjadi agak

sulit diperoleh. Dicari variabel lain seperti: total volume transaksi, frekuensi transaksi dan kontinuitas transaksi selama tiga bulan terakhir. Dari ketiga variabel tersebut dibuat indeks.

W. Manajemen *Portofolio* Obligasi

Investasi *portofolio* dapat diartikan sebagai tindakan membagi modal yang tersedia pada jenis-jenis investasi tertentu agar diperoleh risiko yang paling minimal. Keputusan pengalokasian modal ke dalam usulan-usulan investasi yang manfaatnya akan direalisasikan dimasa yang akan datang harus dipertimbangkan dengan cermat. Investasi *portofolio* meliputi investasi pada aset berupa saham dan utang jangka panjang yang dipengaruhi oleh kondisi perekonomian, tingkat inflasi dan iklim politik di suatu negara.

Di dalam melakukan transaksi *portofolio* seperti obligasi, maka terdapat beberapa konsep manajemen yang sering diterapkan oleh para investor saham, antara lain:

1. Manajemen Aktif

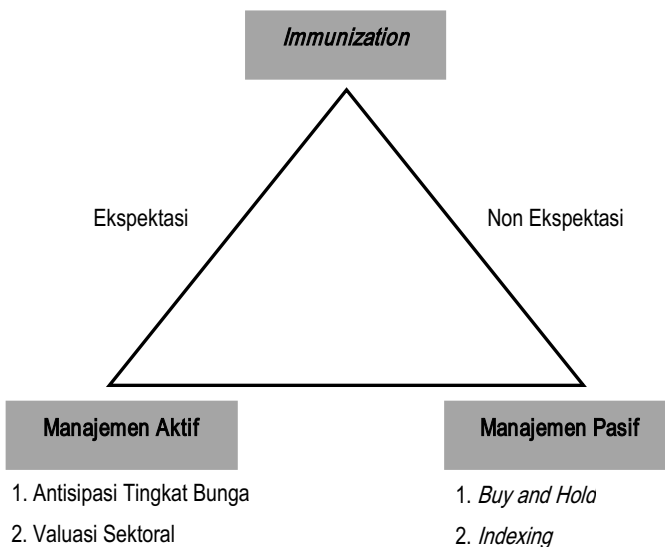
- a. Berpotensi memberikan *return* yang lebih tinggi, sekaligus merepresentasikan resiko yang lebih tinggi.
- b. Bertumpu pada ekspektasi perubahan tingkat bunga, dan tingkat *spread* antar jenis obligasi.
- c. Memantau perubahan bentuk *yield curve*.
- d. Melakukan *forecast* tingkat bunga di masa depan.
- e. Salah satu penerapan manajemen aktif secara kuantitatif adalah *Return Simulation*, yang berusaha menganalisis perilaku obligasi dan *portofolio* obligasi dengan menggunakan berbagai proyeksi skenario tingkat bunga yang berbeda-beda.

2. Manajemen Pasif

- a. Berpotensi memberikan *return* yang paling rendah, sekaligus merepresentasikan resiko yang paling rendah.
- b. Tidak bertumpu pada ekspektasi perubahan tingkat bunga.
- c. Adanya *opportunity cost*, yaitu adanya peluang keuntungan yang tidak termanfaatkan.

- d. Salah satu penerapan manajemen pasif secara kuantitatif adalah *indexing system*, menciptakan *portofolio* yang performansinya akan mengikuti suatu indeks obligasi (*bond index*). Karena performansi *portofolio* sangat terkait dengan perilaku indeks obligasi, maka pada awal penyusunan *portofolio*, langkah terpenting yang harus dilakukan adalah pemilihan indeks obligasi yang digunakan sebagai sebuah *benchmark*.
3. *Immunization*
- Berasal dari terminologi *immune*, sifat dari jenis manajemen *portofolio immunization* ini diharapkan kebal terhadap perubahan tingkat suku bunga yang terjadi di pasar.
 - Pada prinsipnya sistem *immunization* mengunci tingkat *return* selama horizon investasi tertentu.
 - Tiga syarat utama dapat dilaksanakannya strategi dari *immunization* antara lain:
 - 1) Rata-rata *duration* antara *asset* dan *liabilities* adalah harus sama besarnya.
 - 2) Nilai pasar dari *asset* harus lebih besar atau sama dengan nilai *present value* dari semua *liabilities*.
 - 3) *Dispersion* dari *asset* harus lebih besar atau sama dengan nilai *dispersion* dari *liabilities*.

Gambar 4.6
Manajemen *Portofolio* Obligasi



Jadi salah-satu langkah strategi yang terpenting yang boleh dikatakan merupakan keharusan dalam manajemen aset beresiko adalah masalah pengalokasian dana. Banyaknya jenis investasi yang tersedia telah menyulitkan investor memilih yang terbaik untuk mereka. Jenis-jenis investasi tersebut tidak mempunyai karakteristik yang sama, ada investasi yang memberikan *return* yang tinggi, ada investasi yang mempunyai resiko yang rendah, atau faktor likuiditas yang tinggi dan karakteristik lainnya. Semua karakteristik ini harus dipertimbangkan dan diperbandingkan dengan tingkat pengembalian atau *return* yang akan di dapat, agar investor dapat mengoptimalkan pilihan investasinya. Dalam kelas aset beresiko, pengalokasian dana ini ditentukan setelah melakukan penyeleksian terhadap sekuritas-sekuritas aset yang akan dipilih (*security selection*). Seleksi sekuritas ini merupakan bagian langkah yang terintegrasi dalam strategi diversifikasi *portfolio*.

BAB V

MEKANISME TRANSAKSI SAHAM DI PASAR SEKUNDER

A. Pengertian Pasar Sekunder

Pasar sekunder merupakan pasar yang difasilitasi oleh Bursa Efek untuk jual beli saham yang telah diperoleh di pasar perdana. Dengan kata lain, pasar sekunder merupakan pasar di mana investor dapat melakukan jual beli saham setelah saham tersebut telah dicatat di bursa. Jadi pasar sekunder merupakan kelanjutan dari pasar perdana. Bursa Efek merupakan tempat berlangsungnya perdagangan efek di pasar sekunder. Pada prinsipnya, jika kita berbicara pasar sekunder, maka kita berbicara perdagangan di Bursa Efek.

Di pasar ini, Efek-efek diperdagangkan dari satu investor kepada investor lainnya. Pasar sekunder atau juga dikenal dengan istilah *secondary market* adalah merupakan pasar keuangan yang digunakan untuk memperdagangkan sekuriti yang telah diterbitkan dalam penawaran umum perdana. Arti lain dari "pasar sekunder" ialah pasar perdagangan barang-barang bekas. Pasar yang terbentuk sesaat setelah penawaran umum perdana seringkali disebut sebagai aftermarket. Pada saat suatu saham terdaftar di suatu bursa efek maka investor dan spekulasi dapat dengan mudah melakukan transaksi perdagangan di Bursa tersebut.

B. Pelaksanaan Perdagangan

Pelaksanaan perdagangan Efek di Bursa dilakukan dengan menggunakan fasilitas Jakarta *Automated Trading System* (JATS). Perdagangan Efek di Bursa hanya dapat dilakukan oleh Anggota Bursa (AB) yang juga menjadi Anggota Kliring KPEI. Anggota Bursa Efek bertanggungjawab terhadap seluruh transaksi yang dilakukan di Bursa baik untuk kepentingan sendiri maupun untuk kepentingan nasabah itu sendiri. Anggota Bursa Efek bertanggungjawab terhadap penyelesaian seluruh transaksi Bursa atas nama Anggota Bursa Efek yang bersangkutan sebagaimana tercantum dalam DTB, termasuk transaksi Bursa yang terjadi antara lain karena:

1. Kesalahan peralatan penunjang dan atau aplikasi Anggota Bursa Efek dalam

rangka *remote trading*, kecuali kesalahan perangkat lunak JONEC yang disediakan oleh Bursa; dan atau

2. Kelalaian atau kesalahan PJPP dalam melaksanakan penawaran jual dan atau permintaan beli ke JATS; dan atau
3. Kelalaian atau kesalahan IT Officer-RT dalam pengoperasian peralatan penunjang dan atau aplikasi Anggota Bursa Efek; dan atau
4. Adanya akses yang tidak sah yang dilakukan melalui peralatan penunjang dan atau aplikasi Anggota Bursa Efek.

C. Segmen Pasar di Bursa

Pada Bursa terdapat tiga bentuk segmen pasar, yaitu:

1. Pasar reguler adalah pasar di mana perdagangan Efek di Bursa dilaksanakan berdasarkan proses tawar-menawar secara lelang yang berkesinambungan (*continuous auction market*) oleh anggota Bursa Efek melalui JATS (*Jakarta Automated Trading System*) dan penyelesaiannya dilakukan pada hari bursa ke-3 setelah terjadinya transaksi bursa (T+3). Saham-saham di Pasar reguler diperdagangkan dalam satuan perdagangan "lot". (1 lot = 100 lembar). Harga yang terjadi di pasar ini akan digunakan sebagai dasar perhitungan indeks di BEJ.
2. Pasar tunai adalah pasar dimana perdagangan Efek di Bursa dilaksanakan berdasarkan proses tawar-menawar secara lelang yang berkesinambungan (*continuous auction market*) oleh anggota Bursa Efek melalui JATS dan penyelesaiannya dilakukan pada hari bursa yang sama dengan terjadinya transaksi bursa (T+0). Pasar tunai tersedia untuk menyelesaikan kegagalan anggota bursa dalam memenuhi kewajibannya di pasar reguler dan pasar negosiasi. Pasar tunai dilaksanakan dengan prinsip pembayaran dan penyerahan seketika (*cash & carry*).
3. Pasar negosiasi adalah pasar dimana perdagangan Efek di Bursa dilaksanakan berdasarkan tawar-menawar langsung secara individual dan tidak secara lelang yang berkesinambungan (*non continuous auction market*) dan penyelesaiannya dapat dilakukan berdasarkan kesepakatan anggota bursa efek. Pasar negosiasi dilaksanakan berdasarkan tawar-menawar individual antara anggota bursa beli dan anggota bursa jual dengan berpedoman pada kurs terakhir di pasar reguler. Perdagangan Efek di Pasar Negosiasi dilakukan melalui proses tawar menawar secara individual (negosiasi secara langsung) antar: (a) anggota bursa, atau (b)

nasabah melalui satu anggota bursa, atau (c) nasabah dengan anggota bursa, atau (d) anggota bursa dengan KPEI. Selanjutnya hasil kesepakatan dari tawar menawar tersebut diproses melalui JATS. Anggota bursa dapat menyampaikan penawaran jual dan atau permintaan beli melalui papan tampilan informasi (*advertising*) dan bisa diubah atau dibatalkan sebelum kesepakatan dilaksanakan di JATS. Kesepakatan mulai mengikat pada saat terjadi penjumlahan antara penawaran jual dan permintaan beli di JATS

Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) hanya dapat diperdagangkan pada Pasar Tunai dan di Pasar Negosiasi pada sesi I. Dari sisi kepentingan investor dalam hal membeli dan menjual saham, terdapat beberapa perbedaan antara pasar perdana dan pasar sekunder sebagai berikut:

Tabel 5.1
Perbedaan Pasar Sekunder dan Pasar Perdana

Pasar Perdana	Pasar Sekunder
Harga saham tetap	Harga saham berfluktuasi sesuai kekuatan permintaan dan penawaran
Tidak dikenakan komisi	Dibebankan komisi
Hanya untuk pembelian saham	Berlaku untuk pembelian maupun penjualan saham.
Pemesanan dilakukan melalui Agen Penjual	Pemesanan dilakukan melalui anggota bursa (pialang/broker)
Jangka waktu terbatas	Jangka waktu tidak terbatas

Pada prinsipnya, efek yang telah ditawarkan di pasar perdana dan dicatatkan di bursa, maka efek tersebut dapat diperdagangkan. Efek yang dapat diperdagangkan di Bursa Efek bermacam-macam. Namun demikian, dalam buku ini akan dibahas tata cara atau mekanisme perdagangan saham.

Tabel 5.2
Penyelesaian Transaksi

Segmen Pasar	Waktu Penyelesaian Transaksi
Pasar Reguler	Hari Bursa ke-3 setelah terjadinya Transaksi Bursa (T+3)
Pasar Tunai	Hari bursa yang sama dengan terjadinya

	Transaksi Bursa (T+0)
Pasar Negosiasi	Berdasarkan kesepakatan antara Anggota Bursa jual dengan Anggota Bursa Beli

D. Syarat untuk Melakukan Jual Beli Saham di Pasar Sekunder

Investor tidak dapat melakukan transaksi di Bursa Efek secara langsung, melainkan perantara pedagang Efek atau yang lebih umum dikenal sebagai broker atau pialang. Sebelum dapat memanfaatkan jasa pialang, maka terlebih dahulu investor mendaftar sebagai nasabah pada salah satu perusahaan pialang atau perusahaan Efek. Perusahaan Efek tersebut merupakan anggota dari Bursa Efek. Sebagai gambaran, di BEI terdaftar lebih dari 100 perusahaan Efek yang menjadi Anggota Bursa. Anggota Bursa adalah Perusahaan Efek memiliki fungsi sebagai perantara pedagang efek atau perusahaan efek yang memiliki ijin untuk beroperasi sebagai pialang atau broker.

E. Syarat untuk Menjadi Nasabah di Perusahaan Efek

Menjadi nasabah di Perusahaan Efek, dapat dianalogikan dengan seseorang yang menjadi nasabah di sebuah bank. Sebelum resmi menjadi nasabah, maka seorang investor terlebih dahulu melakukan pembukaan rekening, yaitu mengisi formulir; mengisi biodata, dan berbagai data lainnya termasuk tujuan investasi dan keadaan keuangan serta keterangan tentang investasi yang akan dilakukan. Dicsamping mengisi formulir, investor tersebut memiliki dana yang nantinya dapat digunakan untuk melakukan transaksi. Besarnya dana awal yang harus disetor berbeda-beda antara satu Perusahaan Efek dengan Perusahaan Efek lainnya. Ada Perusahaan Efek yang mewajibkan deposito sebesar Rp. 25 juta, Rp. 15 juta dan seterusnya, namun ada juga perusahaan Efek yang menentukan persentase dari nilai transaksi, misalnya 50% dari nilai transaksi yang akan dilakukan. Dana awal tersebut, tetap menjadi milik investor.

Investor dapat menjadi nasabah di salah satu atau beberapa Perusahaan Efek (seperti halnya di bank, seseorang dapat menjadi nasabah di beberapa bank). Untuk dapat melakukan transaksi, maka umumnya ada dua cara yang dapat dilakukan investor tersebut, yaitu: *Pertama*, datang langsung ke Perusahaan Efek; dan *Kedua*, melakukan transaksi dengan menelpon ke kantor Perusahaan Efek tersebut. Pesanan tersebut harus menyebutkan jumlah yang

akan dibeli atau dijual dengan menyebutkan harga yang diinginkan oleh investor (nasabah)

Sebagai contoh, seorang investor menelpon kepada *dealer* di mana ia menjadi nasabah, dan menyampaikan bahwa ia berminat untuk melakukan pembelian atas saham Bank CBA dengan kode CCBA sebanyak 2 lot (1.000 saham) pada harga Rp 3.500,- per saham. Pesanan tersebut terlebih dahulu diteliti oleh Perusahaan Efek (misalnya, apakah dana atau saham yang akan dibeli atau dijual mencukupi, dan sebagainya) kemudian order tersebut disampaikan *dealer* kepada pialang di lantai Bursa (*floor trader*) untuk dimasukkan ke komputer yang ada di lantai perdagangan. Pialang memasukkan (*entry*) instruksi tersebut ke dalam sistem komputer perdagangan di BEI yang disebut Jakarta *Automated Trading System* (JATS). Sistem tersebut secara otomatis menggunakan mekanisme tawar menawar secara terus-menerus (*continuous auction*) sehingga untuk pembelian akan didapatkan harga pasar terendah dan sebaliknya, dan untuk aktivitas penjualan akan didapatkan harga pasar tertinggi.

Jika kita melihat para pialang yang ada di lantai Bursa, maka kegiatan yang mereka lakukan pada dasarnya hanya ada 2 (dua) kegiatan, yaitu (1) memasukkan *order* jual; atau (2) beli atas suatu saham. Suatu transaksi dikatakan berhasil apabila telah *matched* antara penawaran jual dan beli. Jika pesanan terjadi atau suatu *order* jual bertemu dan cocok dengan *order* beli lainnya, maka pialang tersebut akan menelpon *dealer* yang ada di kantor Perusahaan Efek dengan mengatakan bahwa pesanan tersebut telah terjadi atau terpenuhi. Selanjutnya, *dealer* tersebut akan menelpon investor bahwa *order*-nya telah terpenuhi. Perlu diketahui, bahwa perdagangan di Bursa bukan merupakan transaksi *cash and carry*, apabila transaksi terpenuhi maka seseorang dapat memiliki haknya. Dengan kata lain, diperlukan sejumlah waktu untuk menyelesaikan transaksi yang telah terjadi.

F. Ketentuan dan Prosedur Transaksi

Dalam perdagangan saham, pada dasarnya tidak ada batasan minimal dana dalam pembelian saham. Batasan dalam perdagangan saham adalah batasan dalam jumlah lembar minimal yang dikenal dengan istilah satuan perdagangan atau lot. Satuan perdagangan di BEI adalah 500 lembar saham atau dengan kata lain satu lot.

Sebagai contoh, saham ABC harganya Rp. 500, maka transaksi minimal adalah 500 saham dikali Rp. 500 sama dengan Rp. 250.000. Contoh lain, saham XYZ harganya Rp. 200, maka transaksi minimal adalah 500 saham dikali 200 atau dengan Rp. 100.000. Jadi, intinya tergantung harga masing-masing saham. Semakin mahal harga suatu saham, maka semakin banyak dana yang dibutuhkan untuk transaksi. Seorang investor dapat melakukan transaksi untuk satu atau beberapa saham sekaligus, tergantung kebutuhan atau kehendak investor tersebut, demikian pula jumlah lot untuk masing-masing saham. Jadi, seorang investor dapat saja melakukan transaksi dua lot untuk saham CBA, 25 lot untuk saham XYZ, 1000 lot untuk saham lainnya, dan seterusnya.

Transaksi Efek diawali dengan melakukan *order* (pesanan) pada saham tertentu dengan harga tertentu. Pesanan tersebut dapat disampaikan baik secara tertulis maupun melalui telepon dan disampaikan kepada petugas di perusahaan Efek. Perlu kita ketahui bersama bahwa istilah *dealer* adalah dari personil Perusahaan Efek yang berfungsi sebagai penghubung antara nasabah dengan pihak Efek. Berikut ini skema yang menggambarkan perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI):

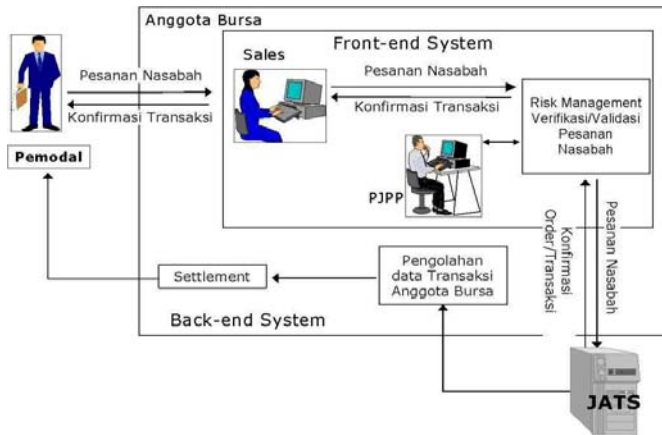
Gambar 5.1

Mekanisme Perdagangan

Proses Pelaksanaan Perdagangan di Bursa



Proses Pelaksanaan Perdagangan secara Remote



Penjelasan:

1. Investor menghubungi Perusahaan Efek, baik untuk *order* beli maupun jual saham.
2. Order beli atau jual saham yang disampaikan oleh investor, diteruskan petugas di Perusahaan Efek (*dealer*) ke pialang yang ada di lantai Bursa. Pialang di lantai Bursa akan memasukkan *order* tersebut ke dalam sistem komputer BEI (JATS). Jadi, tugas pialang di lantai Bursa pada dasarnya adalah menerima dan memasukkan order ke dalam sistem komputer JATS. Jika *order* terpenuhi, maka pialang akan memberitahukan ke *dealer* untuk selanjutnya disampaikan kepada investor.
3. Semua transaksi yang terjadi di sisten JATS selanjutnya dikirim ke sistem komputer yang ada di LKP dan LPP untuk memasuki tahap penyelesaian transaksi (*settlement*).
4. Netting merupakan proses yang ada di sistem komputer LKP yang bertujuan untuk mengetahui hak dan kewajiban masing-masing Perusahaan Efek. Misalnya, Perusahaan Efek A memiliki kewajiban untuk membayar sejumlah rupiah atas transaksi yang dilakukan, Perusahaan Efek B memiliki hak atas sejumlah saham atas transaksi beli yang dilakukan, dan seterusnya.
5. Sistem komputer di LPP akan menyelesaikan transaksi, yaitu dengan cara melakukan pemindahbukuan antar rekening.
6. Hasil penyelesaian transaksi selanjutnya disampaikan kepada masing-masing Perusahaan Efek yang selanjutnya akan menyerahkan hak dan kewajiban para nasabahnya.
7. Proses penyelesaian transaksi diselesaikan dalam waktu 3 (tiga) hari atau dikenal dengan istilah T+3.

G. Proses Pembentukan Harga Saham

Seperti dijelaskan pada bagian terdahulu bahwa mekanisme perdagangan di BEI menggunakan prinsip lelang. Jika kita mengitung suatu lelang, maka proses tawar-menawar yang terjadi pada sistem lelang adalah upaya untuk menemukan dua penawaran pada satu titik temu, yaitu bertemunya harga penjualan terendah dengan harga pembelian tertinggi. Karena sistem komputer tersebut terus mengurutkan penawaran jual dan beli yang disebut lelang secara terus-menerus atau berkelanjutan.

Berikut ilustrasi terbentuknya suatu transaksi dengan sistem JATS di BEI: Sistem tawar menawar pada sistem JATS di BEI mengacu kepada aturan yang disebut *price and time priority* yang artinya sistem komputer secara otomatis akan memberikan prioritas terjadinya transaksi kepada *order* jual terendah dan *order* beli tertinggi. Namun, jika suatu ketika terjadi *order* jual ada harga yang sama, maka prioritas diberikan kepada *order* yang lebih dahulu dimaksudkan ke sistem komputer.

Misalkan, ada penawaran untuk saham A dalam posisi jual di harga Rp. 1.000,- sebanyak 10 lot. Selanjutnya, ada penawaran kembali untuk saham A dalam posisi jual di harga Rp. 1.050,- sebanyak 30 lot dan penawaran lain pada posisi harga Rp. 1.300,- dari tiga *order* jual tersebut, maka *order* jual pada posisi Rp.1.000,- memiliki prioritas lebih tinggi karena berada pada posisi jual terendah.

Melihat adanya penawaran di harga-harga tersebut, maka kemungkinan ada beberapa investor yang berminat untuk membeli saham tersebut. Penawaran beli di harga Rp. 950,- sebanyak 20 lot, Rp. 920,- sebanyak 10 lot, Rp. 950,- sebanyak 15 lot, dan Rp. 875,- sebanyak 3 lot. Dari keempat *order* beli tersebut, maka *order* pada harga Rp.950,- memiliki prioritas tertinggi untuk terjadinya transaksi karena merupakan *order* beli pada harga tertinggi.

Tabel 5.3
Daftar Harga *Order* Jual dan Beli Saham

Beli	Harga (Rp)	Jual
	1.300	6 lot
	1.050	30 lot
	1.000	10 lot
20 lot	950	
10 lot	925	
15 lot	900	
3 lot	875	

Dari posisi susunan penawaran jual beli di atas saham tersebut, apakah terjadi transaksi? Tentu saja tidak. Karena ada selisih antara *order* jual terbaik dan *order* beli terbaik. Transaksi akan terjadi, jika salah satu pihak melakukan perubahan posisi harga, yaitu apakah menaikkan *order* jual dari Rp. 950,- menjadi Rp. 1.000,- atau pihak yang melakukan *order* jual menurunkan harga dari Rp. 1.000,- menjadi Rp. 950,-

Sebagai contoh, ada pihak yang melakukan perubahan posisi dari penawaran Rp. 950,- menjadi Rp. 1.000,- sebanyak 5 lot, maka susunan *order*-nya sebagai berikut:

Tabel 5.4
Daftar Harga *Order* Jual dan Beli Saham 5 Lot

Beli	Harga (Rp)	Jual
	1.300	6 lot
	1.050	30 lot
	1.000	5 lot
15 lot	950	
10 lot	925	
15 lot	900	
3 lot	875	

Pada tabel 5.4 di atas terlihat, bahwa telah terjadi transaksi sebanyak 5 lot pada harga Rp. 1.000,- sehingga jumlah penawaran pada harga Rp. 950 yang semula sebanyak 20 lot turun menjadi 15 lot. Demikian pula pada posisi jual yang semula berjumlah sebanyak 10 lot, turun menjadi 5 lot. Posisi tersebut terus berkembang, tergantung perkembangan *order* yang dimaksudkan ke dalam sistem, baik jual maupun beli. Perubahan tersebut dapat berlangsung dalam hitungan menit dan detik, tergantung kondisi pada masing-masing saham, apakah ia sedang ramai ditransaksikan atau justru sebaliknya. Apabila harga dari penawaran beli maupun jual tidak sesuai dengan harga bagi pihak penjual dan pembeli, maka seluruh *order* tersebut di atas tidak terjadi. Karena transaksi terjadi apabila harga penawaran beli dan jual sama harganya (sesuai keinginan pembeli dan penjual).

H. Perubahan Harga Saham

Harga sebuah saham dapat berubah-ubah, naik atau turun dalam hitungan waktu yang begitu cepat. Ia akan berubah dalam hitungan menit dan bahkan juga dapat berubah dalam hitungan detik. Hal tersebut memungkinkan karena banyaknya *order* yang dimasukkan ke sistem JATS. Dilantai perdagangan BEI terdapat lebih dari 500 terminal komputer, dimana para pialang dapat memasukkan *order* yang diterima dari nasabah. Masuknya *order-order* tersebut, baik jual maupun beli akan berpotensi terjadinya transaksi pada harga tertentu. Di BEI terdapat lebih dari 400 saham yang tercatat dan dapat diperdagangkan oleh para investor, baik investor lokal maupun investor mancanegara.

Di BEI, transaksi dilakukan pada hari-hari tertentu yang biasa disebut dengan Hari Bursa, yaitu:

Tabel 5.5
Jam Perdagangan Saham di Pasar Reguler

Hari Bursa	Sesi Perdagangan	Waktu (Jam)
Senin s/d Kamis	Sesi I	09.30 - 12.00 WIB
	Sesi II	13.30 - 16.00 WIB
Jumat	Sesi I	09.30 - 11.30 WIB
	Sesi II	14.00 - 16.00 WIB

Tabel 5.6
Jam Perdagangan Saham di Pasar Tunai

Hari	Waktu (Jam)
Senin s/d Kamis	09:00:00 s/d 12:00:00
Jumat	09:00:00:00

Tabel 5.7
Jam Perdagangan Saham di Pasar Negosiasi

Hari	Sesi Perdagangan	Waktu (Jam)
Senin s/d Kamis	Sesi I	09.30 - 12.00 WIB
	Sesi II	13.30 - 16.15 WIB
Jumat	Sesi I	09.30 - 11.30 WIB
	Sesi II	14.00 - 16.15 WIB

Untuk Pasar Reguler menggunakan sesi Pra-pembukaan, dan Pasca penutupan yang dilakukan setiap hari Bursa dengan jadwal sebagai berikut:

Tabel 5.8
Jam Pembukaan Perdagangan

Waktu (Jam)	Agenda
08:45:00 - 08:55:00 WIB	Anggota Bursa Efek memasukkan penawaran jual atau permintaan beli
08:55:01 - 08:59:59 WIB	JATS melakukan proses pembentukan harga dan mempertemukan penawaran jual dengan permintaan beli pada harga pembukaan berdasarkan <i>price</i> dan <i>time priority</i>

Tabel 5.9
Pra-Penutupan dan Pasca Penutupan

Sesi	Waktu (Jam)	Aktivitas
Pra-Penutupan	15:50:00 s/d 16:00:00	Anggota bursa efek memasukkan penawaran jual dan atau permintaan beli
	16:00:01 s/d 16:04:59	JATS melakukan proses pembentukan harga penutupan dan mempertemukan penawaran jual dengan permintaan beli pada harga penutupan berdasarkan <i>price</i> dan <i>time prioriti</i> .
Pasca Penutupan	16:05:00 s/d 16:15:00	Anggota Bursa Efek untuk memasukkan penawaran jual dan atau permintaan beli pada harga penutupan, dan JATS mempertemukan secara berkelanjutan (<i>continuous auction</i>) atas penawaran jual dengan permintaan beli untuk efek yang sama secara keseluruhan maupun sebagian pada harga penutupan berdasarkan <i>time priority</i> .

I. Pesanan Nasabah

Pesanan yang dapat dilaksanakan di Bursa oleh anggota Bursa adalah pesanan terbatas (*limited order*), yaitu pesanan yang dilaksanakan oleh Anggota bursa sampai dengan harga yang ditetapkan oleh nasabahnya. Penawaran jual atau permintaan beli nasabah atas Efek selain HMETD hanya boleh ditransaksikan oleh Anggota Bursa di Pasar Reguler, kecuali nasabah menginstruksikan atau menyetujui secara tertulis bahwa penawaran jual atau permintaan belinya ditransaksikan di Pasar Tunai atau Pasar Negosiasi.

J. Satuan Perdagangan

Perdagangan di Pasar Reguler dan Pasar Tunai harus dalam satuan perdagangan (*round lot*) Efek atau kelipatannya, yaitu 500 (lima ratus) Efek. Perdagangan di Pasar Negosiasi tidak menggunakan satuan perdagangan (tidak *round lot*).

Tabel 5.10

Satuan Perubahan Harga (Fraksi)

Kelompok Harga	Fraksi Harga	Maksimum Perubahan
< Rp. 500,-	Rp. 1,-	Rp. 10,-
Rp. 500 s.d < Rp. 5.000	Rp. 5,-	Rp. 100,-
> = Rp. 5.000,-	Rp. 25,-	Rp. 500,-

Fraksi dan jenjang maksimum perubahan harga di atas berlaku untuk satu hari Bursa penuh dan disesuaikan pada hari Bursa berikutnya jika harga Penutupan berada pada rentang harga yang berbeda. Jenjang maksimum perubahan harga dapat dilakukan sepanjang tidak melampaui batasan persentase *Auto Rejection*.

K. Auto Rejection

Harga penawaran jual dan atau permintaan beli yang dimasukkan ke dalam JATS adalah harga penawaran yang masih berada di dalam rentang harga tertentu. Bila Anggota Bursa memasukkan harga diluar rentang harga tersebut maka secara otomatis akan ditolak oleh JATS (*Auto Rejection*). Batasan

Auto Rejection yang berlaku saat ini, yaitu:

1. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih kecil dari Rp. 50,- (lima puluh rupiah);
2. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 35% (tiga puluh lima per seratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga Rp. 50,- (lima puluh rupiah) sampai dengan dari Rp. 200,- (dua ratus rupiah);
3. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 25% (dua puluh lima per seratus) di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga Rp. 200,- (dua ratus rupiah) sampai dengan dari Rp. 5.000,- (lima ribu rupiah);

Penerapan *Auto Rejection* terhadap Harga di atas, untuk perdagangan saham hasil penawaran umum yang untuk pertama kalinya diperdagangkan di bursa (perdagangan perdana), ditetapkan sebesar 2 (dua) kali dari persentase batasan *Auto Rejection* harga sebagaimana dimaksud dalam butir di atas.

Acuan Harga yang digunakan untuk pembatasan harga penawaran tertinggi atau terendah atas saham yang dimasukkan ke JATS dalam perdagangan saham di Pasar Reguler dan Pasar Tunai ditentukan sebagai berikut:

1. Menggunakan harga pembukaan (*Opening Price*) yang terbentuk pada sesi Pra-Pembukaan; atau
2. Menggunakan harga penutupan (*Closing Price*) di Pasar Reguler pada Hari Bursa sebelumnya (*Previous Price*) apabila harga pembukaan (*Opening Price*) tidak terbentuk.
3. Dalam hal Perusahaan Tercatat melakukan tindakan korporasi, maka selama 3 Hari Bursa berturut-turut setelah berakhirnya perdagangan saham yang memuat hak (periode cum) di Pasar Reguler. Acuan harga di atas menggunakan *Previous Price* dari masing-masing Pasar (Reguler atau Tunai).

L. Pra-Pembukaan

Pelaksanaan perdagangan di Pasar Reguler dimulai dengan Pra-pembukaan Anggota Bursa dapat memasukkan penawaran jual dan atau permintaan beli sesuai dengan ketentuan satuan perdagangan, satuan

perubahan harga (fraksi) dan ketentuan *Auto Rejection*. Harga Pembukaan terbentuk berdasarkan akumulasi jumlah penawaran jual dan permintaan beli terbanyak yang dapat dialokasikan oleh JATS pada harga tertentu pada periode Pra-pembukaan. Seluruh penawaran jual dan atau permintaan beli yang tidak teralokasi di Pra-pembukaan akan diproses secara langsung (tanpa memasukkan kembali penawaran jual dan atau permintaan beli) pada Sesi I perdagangan, kecuali harga penawaran jual dan atau permintaan beli tersebut melampaui batasan *Auto Rejection*.

M. Pasar Reguler

Penawaran jual dan atau permintaan beli yang telah dimasukkan ke dalam JATS diproses oleh JATS dengan memperhatikan:

1. Prioritas Harga (*Price Priority*)

Permintaan beli pada harga yang lebih tinggi memiliki prioritas terhadap permintaan beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi.

2. Prioritas Waktu (*Time Priority*)

Bila penawaran jual atau permintaan beli diajukan pada harga yang sama, JATS memberikan prioritas kepada permintaan beli atau penawaran jual yang diajukan terlebih dahulu.

Pengurangan jumlah Efek pada JATS baik pada penawaran jual maupun pada permintaan beli untuk tingkat harga yang sama tidak mengakibatkan hilangnya prioritas waktu. Sedangkan penambahan jumlah Efek baik pada penawaran jual maupun permintaan beli untuk tingkat harga yang sama diperlakukan sama dengan penawaran jual maupun permintaan beli baru. Transaksi Bursa di Pasar Reguler dan Pasar Tunai terjadi dan mengikat pada saat penawaran jual dijumpakan (*match*) dengan permintaan beli oleh JATS.

N. Pasar Negosiasi

Perdagangan Efek di Pasar Negosiasi dilakukan melalui proses tawar menawar secara individual (negosiasi secara langsung) antara lain:

1. Anggota Bursa; atau

2. Nasabah melalui satu Anggota Bursa; atau
3. Nasabah dengan Anggota Bursa; atau

Selanjutnya hasil kesepakatan dari tawar menawar tersebut diproses melalui JATS. Anggota Bursa dapat menyampaikan penawaran jual dan atau permintaan beli melalui papan tampilan informasi (*advertising*) dan bisa diubah atau dibatalkan sebelum kesepakatan dilaksanakan di JATS. Kesepakatan mulai mengikat pada saat terjadi penjumpaan antara penawaran jual dan permintaan beli di JATS.

O. Penghentian Perdagangan Saham (*Suspend*)

Perdagangan suatu saham dapat dihentikan sementara atau di *suspend* oleh Bursa. Jika suatu saham dihentikan perdagangannya, maka investor tidak dapat membeli atau menjual saham tersebut. Perdagangan yang dapat dilakukan jika otoritas bursa telah mencabut *suspend* tersebut. Penghentian perdagangan dapat berlangsung satu sesi perdagangan, satu hari, atau beberapa hari. Umumnya perdagangan suatu saham dihentikan karena beberapa hal seperti, harga mengalami kenaikan atau penurunan luar biasa atau kejadian-kejadian lain yang menyebabkan Bursa melakukan *suspend*.

P. Penyelesaian Transaksi

Perlu diingat bahwa Bursa Efek merupakan lembaga yang memfasilitasi kegiatan perdagangan, sedangkan penyelesaian transaksi difasilitasi oleh dua lembaga lain, yaitu, lembaga kliring dan penjamin atau disingkat LKP dan lembaga penyimpanan dan penyelesaian atau disingkat LPP. Selanjutnya, lembaga tersebut, akan mengurus segala sesuatu yang berkaitan dengan penyelesaian transaksi. Sebagai gambaran di BEI pada setiap hari terjadi puluhan atau bahkan ratusan ribu transaksi yang terjadi. Pada transaksi tersebut, akan dilakukan proses penyelesaian oleh LKP dan LPP.

Penyelesaian transaksi saham akan membutuhkan waktu selama 3 (tiga) hari kerja. Istilah penyelesaian tersebut dikenal dengan singkatan T+3. Apa artinya? T artinya transaksi dan ditambah 3 hari untuk penyelesaian. Dengan kata lain, seorang investor akan mendapatkan haknya pada hari ke-empat setelah transaksi terjadi. Transaksi yang dilakukan investor tidak bergantung pada waktu penyelesaian. Misalnya, seorang investor pada pagi hari membeli saham ABC pada harga Rp. 300,- perlembar saham dan ketika sore hari harganya meningkat menjadi Rp.400,- dan investor tersebut menjual pada harga tersebut. Artinya, tidak perlu menunggu transaksi pada hari tersebut untuk

diselesaikan. Investor dapat melakukan jual atau beli secara berulang-ulang tanpa perlu menunggu masa penyelesaian transaksi. Selanjutnya, lembaga tersebut akan menghitung total transaksi jual dan beli yang dilakukan oleh seorang investor dan akan melakukan penjumlahan (*netting*) berupa jumlah dana yang didapat serta berapa total saham yang berpinda sehubungan dengan transaksi tersebut.

Proses perdagangan saham saat ini menggunakan skema perdagangan tanpa warkat atau lebih populer dengan sebutan *Scriptless Trading*, artinya perdagangan saham tidak lagi mengenal saham secara fisik, melainkan hanya berupa catatan elektronik. Kemudian, penyelesaian transaksi dilakukan dengan pemindahbukuan, yaitu debit atau kredit atas posisi saham suatu rekening ke rekening lainnya.

Q. Biaya Transaksi

Diperlukan biaya transaksi jual maupun beli yang dilakukan oleh investor. Transaksi penjualan maupun pembelian saham, investor harus membayar biaya komisi kepada pialang (*broker*) yang melaksanakan pesanan. Besarnya biaya komisi yang harus dikeluarkan ditentukan oleh Bursa. Di BEI, besarnya biaya komisi tersebut setinggi-tingginya adalah 1% dari nilai transaksi (jual atau beli). Artinya, besarnya biaya komisi dapat dinegosiasikan dengan pialang (*broker*) dimana investor melakukan jual beli saham. Umumnya untuk transaksi beli investor dikenakan *fee broker* sebesar 0,3% dari nilai transaksi, sedangkan untuk transaksi jual dikenai *fee* sebesar 0,4% (untuk transaksi jual atau beli masih dikenakan pajak penghasilan atas penjualan saham sebesar 0,1% dari nilai transaksi). Komponen biaya jual beli saham disimulasikan, yaitu:

1. Transaksi beli: (a) komisi untuk pialang; (b) pajak pertambahan nilai atau PPN sebesar 10 persen
2. Transaksi jual: (a) Komisi untuk pialang; (b) pajak pertambahan nilai atau PPN sebesar 10 persen dari besarnya komisi; dan (c) Pajak penghasilan atau PPh sebesar 0,1% dari nilai transaksi.

Sebagai ilustrasi, misalnya seorang investor melakukan transaksi pembelian atas saham PT. CBA sebanyak 5 (lima) lot, dimana harga saham PT. CBA *matched* pada posisi Rp.3.000,- per saham.

Tabel 5.11
Perhitungan Biaya Transaksi Jual Beli Saham

Keterangan	Perhitungan	Nilai Uang (Rp)
Transaksi jual	$5 \times 500 \text{ saham} \times \text{Rp. } 3.000,-$	7.500.000,-
Komisi untuk <i>broker</i> (0,3% dari nilai transaksi)	$0,3\% \times \text{Rp. } 7.500.000,-$	22.500,-
PPN 10% dari komisi	$10\% \times \text{Rp}22.500,-$	2.250,-
Biaya pembelian saham		24.750,-
Total biaya yang dikeluarkan		7.524.750,-

Sebagai ilustrasi lain, misalnya seorang investor melakukan transaksi penjualan atas saham Indosat (ISAT) sebanyak 5 (lima) lot, dimana harga saham Indosat *matched* (terjadi) pada posisi Rp. 3.000,- per lembar saham.

Tabel 5.12
Perhitungan Biaya Transaksi Jual Beli Saham

Keterangan	Perhitungan	Nilai Uang (Rp)
Transaksi jual	$5 \times 500 \text{ saham} \times \text{Rp}3.000$	7.500.000,-
Komisi untuk <i>broker</i> (0,3% dari nilai transaksi)	$0,3\% \times \text{Rp}7.500.000,-$	22.500,-
PPN 10% dari komisi	$10\% \times \text{Rp}22.500,-$	2.250,-
PPh atas transaksi jual (0,1% dari nilai transaksi)	$0,1\% \times \text{Rp } 22.500,-$	7.500,-
Biaya pembelian saham		32.250,-
Total biaya yang dikeluarkan		7.467.750,-

Berdasarkan contoh perhitungan tersebut di atas, maka dapat dilihat bahwa untuk transaksi jual, selain dibebankan komisi dan PPN, investor juga dibebankan PPh (pajak penghasilan) atas transaksi jual yang besarnya 0,1% dari nilai transaksi.

Dalam sistem perdagangan saham, dikenal istilah *Previous, Open, High, Low, Last, Change, and Close*. Apa maksudnya? Berikut penjelasannya:

1. *Previous Price* menunjukkan harga pada penutupan hari sebelumnya.
2. *Open* atau *Opening Price* menunjukkan harga pertama kali pada saat pembukaan Sesi I perdagangan.
3. *High* atau *Highest Price* menunjukkan harga tertinggi atas suatu saham yang terjadi sepanjang perdagangan pada hari tersebut.
4. *Low* atau *Lowest Price* menunjukkan harga terendah atas suatu saham yang terjadi sepanjang perdagangan pada hari tersebut.
5. *Last Price* menunjukkan harga terakhir yang terjadi atas suatu saham.
6. *Change* menunjukkan selisih antara harga *previous* dengan *Last*. Jika nilai pada *change* positif, misalnya +100 artinya harga saham tersebut lebih tinggi 100 jika dibandingkan hari sebelumnya. Jika nilai pada *change* negatif misalnya -50, artinya harga saham tersebut turun 50 jika dibandingkan dengan hari sebelumnya.
7. *Close* atau *Closing Price* menunjukkan harga penutupan suatu saham. *Closing Price* suatu saham dalam satu hari perdagangan ditentukan pada akhir Sesi II, yaitu jam 16.00 sore hari.

Para investor dapat memantau pergerakan atau posisi harga saham melalui beberapa cara, antara lain:

1. Memantau pergerakan harga saham melalui monitor yang terdapat di kantor Perusahaan Efek

Dalam rangka memberikan pelayanan kepada para nasabahnya, kantor-kantor Perusahaan Efek dilengkapi dengan beberapa monitor yang menampilkan pergerakan harga-harga saham. Informasi yang tertera pada sistem ini bersifat *real time*, artinya sama persis waktunya yang terjadi di Bursa Efek. Para investor yang memiliki waktu luang lebih banyak, dapat mengunjungi kantor tersebut dan dapat memantau pergerakan harga saham-saham yang dimilikinya atau memantau harga lainnya. Sebagai investor, tidak hanya memantau pergerakan harga saham, namun juga diikuti dengan aktivitas jual dan beli. Tampilan informasi *real time* tersebut membantu investor menentukan keputusan investasinya, apakah ia hendak menjual, beli atau untuk sementara menahan transaksi.

2. Melihat pergerakan saham melalui *web bursa* atau fasilitas internet lainnya.

Seiring dengan pesatnya perkembangan teknologi informasi seperti halnya internet, maka para investor dapat memantau pergerakan harga saham melalui beberapa situs internet baik yang disediakan Bursa Efek maupun situs-situs lainnya. Pergerakan harga saham yang terdapat pada fasilitas ini umumnya tidak bersifat *real time*, artinya terdapat *delay* atau telat beberapa menit dibanding pergerakan harga saham di Bursa Efek.

3. Melihat perubahan saham di harian atau surat kabar

Posisi harga suatu saham dapat kita temukan di beberapa harian terkemuka, misalnya harian Bisnis Indonesia, Kompas, dan beberapa harian lainnya. Namun perlu diingat bahwa posisi harga saham yang tertera di surat kabar adalah harga penutupan pada hari sebelumnya. Contoh: tertera harga saham ABC Rp. 3.000,- per saham atau tertera saham DEF Rp. 5.000 per saham artinya harga tersebut merupakan harga penutupan pada hari sebelumnya.

4. Memantau melalui radio

Sebagian siaran radio khususnya radio yang banyak menyiarkan tentang perkembangan bisnis. Pada acara tertentu menyajikan beberapa informasi atau berita seputar perdagangan saham. Dengan demikian, acara tersebut dapat pula membantu investor memantau perkembangan harga-harga saham.

Menurut Sawidji (2006: 46) harga saham dapat dibedakan menjadi 3 (tiga) sebagai berikut:

1. Harga Nominal

Harga yang tercantum dalam sertifikat saham yang ditetapkan oleh *emiten* untuk menilai setiap lembar saham yang dikeluarkan. Besarnya harga nominal memberikan arti penting saham karena deviden minimal biasanya ditetapkan berdasarkan nilai nominal.

2. Harga Perdana

Harga ini merupakan pada waktu harga saham tersebut dicatat di Bursa Efek. Harga saham pada pasar perdana biasanya ditetapkan oleh penjamin emisi (*underwriter*) dan emiten. Dengan demikian akan diketahui berapa harga

saham emiten itu akan dijual kepada masyarakat biasanya untuk menentukan harga perdana.

3. Harga Pasar

Kalau harga perdana merupakan harga jual dari perjanjian emisi kepada investor, maka harga pasar adalah harga jual dari investor yang satu dengan investor yang lain. Harga ini terjadi setelah saham tersebut dicatatkan di Bursa. Transaksi disini tidak lagi melibatkan emiten dari penjamin emisi harga ini yang disebut sebagai harga di pasar sekunder dan harga inilah yang benar-benar mewakili harga perusahaan penerbitnya, karena pada transaksi di pasar sekunder, kecil sekali terjadi negosiasi harga investor dengan perusahaan penerbit. Harga yang setiap hari diumumkan di surat kabar atau media lain adalah harga pasar.

Penentuan harga saham dapat dilakukan melalui analisis teknikal dan analisis fundamental. Pada analisis teknikal harga saham ditentukan berdasarkan catatan harga saham di waktu yang lalu, sedangkan dalam analisis fundamental harga saham ditentukan atas dasar faktor-faktor fundamental yang mempengaruhinya, seperti laba dan dividen. Hal ini disebabkan karena nilai saham mewakili nilai perusahaan, tidak hanya nilai intrinsik suatu saat tetapi juga adalah harapan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Sedangkan analisis fundamental mencoba untuk memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan: (1) mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, dan (2) menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham.

BAB VI

TEORI PERGERAKAN HARGA SAHAM DAN TEORI PORTOFOLIO MODERN

A. Teori Pergerakan Harga Saham

Teori yang digunakan untuk menjelaskan perubahan harga saham secara acak adalah teori *Random Walk* dan teori yang menjelaskan pola perubahan harga saham adalah teori *Elliot Wave*. Menurut Maurice Kendall, harga saham tidak dapat diprediksi atau mempunyai pola tertentu, ia bergerak mengikuti *random walk* sehingga pemodal harus puas dengan normal *return* dengan tingkat keuntungan yang diberikan oleh mekanisme pasar (Husnan, 1994). Abnormal *return* hanya mungkin terjadi bila ada sesuatu yang salah dalam efisiensi pasar, keuntungan abnormal hanya bisa diperoleh dari permainan yang tidak *fair* (Jogiyanto, 2003: 15).

1. Teori *Random Walk*

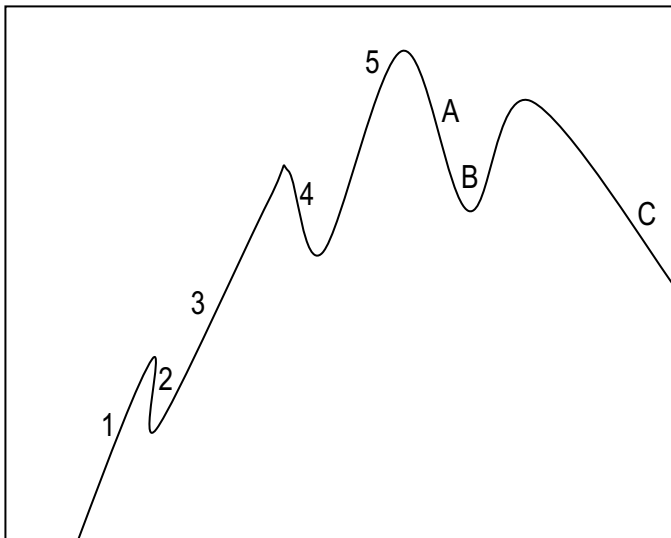
Istilah *random walk* merupakan istilah yang pertama kali muncul dalam koresponden di *nature* yang membahas mengenai bagaimana strategi optimal untuk mencari orang mabuk yang ditinggal di tengah lapangan. Caranya adalah dengan memulai mencari-mencari di tempat pertama kali orang tersebut ditempatkan, sebab orang mabuk akan berjalan dengan arah yang tidak tertebak dan acak (Miller, 1998).

Teori ini menyatakan bahwa perubahan harga suatu saham atau keseluruhan pasar yang telah terjadi tidak dapat digunakan untuk memprediksi gerakan di masa yang akan datang. Perubahan harga saham tidak tergantung satu sama lain dan mempunyai distribusi probabilitas yang sama (Miller, 1998). Dengan kata lain, teori ini menyatakan bahwa harga saham bergerak ke arah yang acak dan tidak dapat diperkirakan. Jadi seorang investor tidak mungkin memperoleh *return* melebihi dari *return* pasar tanpa menanggung risiko yang lebih.

2. Teori *Elliot Wave*

The Wave Principle merupakan penelitian dari Elliot bahwa perilaku sosial atau massa mempunyai *trend* yang mengikuti pola-pola tertentu. Penelitiannya menemukan bahwa perubahan harga di Bursa saham mempunyai suatu struktur tertentu. Elliot mengemukakan bahwa pergerakan harga saham mempunyai pola atau gelombang yang bersifat repetitif. Hal yang perlu dicatat adalah walaupun bersifat repetitif, tetapi pola tersebut belum tentu berulang dengan waktu dan ketinggian gelombang yang sama.

Gambar 6.1
Pola Dasar Pergerakan Elliot Wave



Sumber: Murphy, 1999 dalam Bodie, Kane dan Markus, 2002

a. Gelombang 1

Harga saham mula-mula bergerak naik membuat beberapa investor merasa bahwa harga saham tersebut murah. Adanya pembelian tersebut membuat harga saham naik.

b. Gelombang 2

Pada saat ini harga tersebut sudah dinilai terlalu tinggi sehingga investor mulai merealisasikan keuntungannya dengan menjual saham yang dimilikinya. Hal ini mengakibatkan tekanan terhadap harga saham sehingga turun. Namun

penurunan harga saham ini tidak sampai membuat *through* gelombang 2 serendah *through* gelombang 1 karena investor menilai harga saham menjadi murah lagi.

c. Gelombang 3

Gelombang ini biasanya gelombang yang paling lama dan kuat sebab didorong oleh lebih banyak investor yang bergabung atau meningkatkan posisi yang mengambil keuntungan dari *trend* menaik, sehingga perdagangan menjadi ramai. Harga saham saat ini naik sampai harga tertinggi pada gelombang satu.

d. Gelombang 4

Investor mulai merealisasikan keuntungannya sebab harga saham sudah terlalu tinggi. Koreksi berpola segitiga-segitiga umumnya dikenal dalam gelombang ini, di dalam pola koreksi volatilitas harga saham cenderung menurun. Namun gelombang ini lemah, sebab masih banyak investor yang menginginkan saham tersebut.

e. Gelombang 5

Pada gelombang ini, sebagian investor sudah memegang saham ini, dan besar merupakan investor yang irasional. Akan tetapi tidak sekuat pada gelombang tiga sebab investor akan berpartisipasi hanya sebagian kecil saja jika dibandingkan dengan gelombang tiga. Investor yang mengetahui hal ini, maka akan memulai mengadakan transaksi *short-selling*. Pada saat ini, saham dapat bergerak kembali ke gelombang satu, atau mulai terjadi koreksi terhadap gelombang tersebut.

f. Gelombang ABC

Saat ini saham akan terkoreksi dengan bergerak naik turun, naik dan turun. Volatilitas pada periode ini biasanya berkurang dibandingkan dengan kelima gelombang sebelumnya, karena pasar sedang mengevaluasi ulang dan sedang dalam tahap istirahat.

Berdasarkan teori *Random walk* dan *Elliot Wave* yang telah dijelaskan di atas, maka diduga pergerakan IHSG sangat erat kaitannya dengan kedua

teori tersebut. Pergerakan IHSG memang tidak bisa diprediksi secara tepat, namun secara umum pergerakan IHSG akan berfluktuasi dengan mengikuti pola Elliot, seperti yang telah dijelaskan pada gambar di atas.

Secara umum pergerakan harga saham dipengaruhi oleh faktor internal (lingkungan mikro) dan faktor eksternal (lingkungan makro). Adapun lingkungan mikro yang mempengaruhi volatilitas harga saham antara lain:

- a. Pengumuman tentang pemasaran, produksi, penarikan produk, penjualan seperti pengiklanan, rincian kontrak, produk baru, perubahan harga, penarikan produk baru, laporan produksi, laporan keamanan produk, dan laporan penjualan produk.
- b. Pengumuman pendanaan (*financing announcement*), seperti pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan utang, sekuritas yang *hybrid*, *leasing*, kesepakatan kredit, pemecahan saham, pembelian saham, *joint venture*, dan lainnya.
- c. Pengumuman badan direksi manajemen (*manajemen-board of director announcement*) seperti perubahan dan penggantian direktur, manajemen, dan struktur organisasi).
- d. Pengumuman penggabungan pengambilalihan diversifikasi, seperti laporan *marger*, investasi ekuitas, *take over* oleh pengakuisisi dan diakuisisi.
- e. Pengumuman investasi (*investment announcement*), seperti melakukan ekspansi usaha, pengembangan riset dan pengembangan, atau penutupan usaha dan lainnya.
- f. Pengumuman laporan keuangan perusahaan, seperti peramalan laba sebelum akhir tahun fiskal dan setelah akhir tahun fiskal.

Pengaruh dari lingkungan ekonomi makro yang mempengaruhi volatilitas harga saham antara lain:

- a. Pengumuman dari pemerintah, seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta Asing, inflasi serta berbagai regulasi dan deregulasi ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah.
- b. Pengumuman *actor* (*legal announcements*), seperti tuntutan karyawan terhadap perusahaan atau terhadap manajernya.
- c. Pengumuman industri sekuritas (*securities announcements*), seperti laporan pertemuan tahunan, *insider trading*, volume/harga saham perdagangan, pembatasan atau penundaan *trading*.

- d. Gejolak sosial politik dalam negeri dan fluktuasi nilai tukar juga merupakan faktor yang berpengaruh signifikan pada terjadinya volatilitas harga saham di Bursa Efek suatu negara.
- e. Berbagai *issue*, baik dari dalam negeri maupun dari luar negeri, seperti *issue*, lingkungan hidup, hak asasi manusia, kerusakan *actor*, yang berpengaruh terhadap investor.

B. Teori *Portofolio* Modern

1. Model Penentuan Harga Aset

Sejak tahun 1950-an, teori *portofolio* berkembang pesat. Teori ini muncul ketika Markowitz (1952) memperkenalkan metode seleksi *portofolio* optimal dengan menggunakan analisis *variance-covariance*. Hasil karya Markowitz inilah yang dianggap sebagai pelopor teori *portofolio* modern. Para ahli di bidang keuangan perusahaan terus berupaya mengembangkan teori *portofolio* dengan melakukan studi untuk mengidentifikasi berbagai faktor yang dapat digunakan untuk mengestimasi *expected return* sebagai pertimbangan bagi investor dalam melakukan investasi atas saham.

Pada 1960-an, Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966) mengembangkan konsep Markowitz dalam model penentuan harga aset. Model penentuan harga aset yang dikenalkan oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin dikenal sebagai *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), di mana model ini memasukkan variabel *portofolio* pasar yang diasumsikan efisien. Model ini berkembang secara luas di kalangan akademisi dan praktisi dalam penelitian-penelitian empiris. Walaupun kemampuan CAPM dalam menjelaskan *return* saham diragukan karena hanya menggunakan indeks pasar (*market index*) sebagai proksi *portofolio* pasar, namun hingga sekarang CAPM masih banyak digunakan oleh kalangan akademisi dan praktisi dalam penelitian empiris tentang sekuritas.

Salah seorang yang menyampaikan kritik terhadap CAPM adalah Ross (1976). Ross menyatakan bahwa CAPM bukanlah satu-satunya model untuk menentukan harga aset. Untuk itu, Ross memperkenalkan model penentuan harga aset yang dikenal dengan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) sebagai alternatif dari CAPM, yang kemudian menjadi rujukan dalam penelitian-penelitian tentang penentuan harga aset saat ini.

2. *Portofolio* Optimal

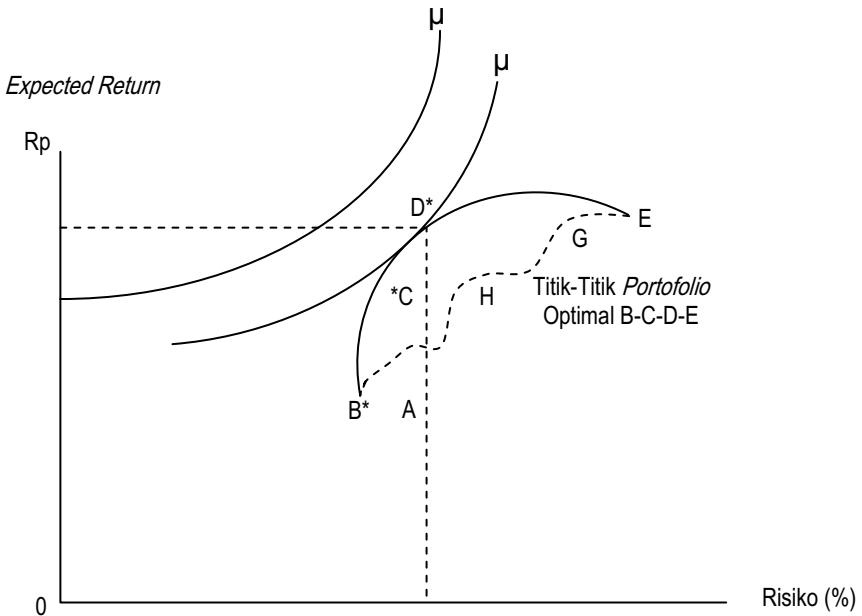
Markowitz (1952) memperkenalkan suatu konsep tentang keputusan diversifikasi investasi yang efisien atas berbagai jenis saham (investasi portofolio). Dalam analisisnya, investor diasumsikan menggunakan periode pemilikan tunggal (*single holding period*) dan setiap investasi yang dilakukan pada awal periode, investor tidak mengetahui berapa *return* yang akan diperoleh pada akhir periode. Untuk itu keputusan investasi awal periode selalu didasarkan pada *expected return* dan risiko investasi pada akhir periode

Seleksi *portofolio* diawali dengan keputusan pembelian *portofolio* pada awal periode dengan asumsi bahwa investor tidak mengetahui berapa *return portofolio* yang akan diperoleh atas investasi *portofolio* tersebut pada akhir periode (Sharpe *et al.*, 1995: 216). Untuk itu keputusan investor dalam pembelian *portofolio* pada awal periode didasarkan pada *expected return* dan risiko pada akhir periode.

Pada pendekatan Markowitz, pemilihan *portofolio* oleh investor didasarkan pada preferensi mereka terhadap *return* yang diharapkan dan risiko masing-masing *portofolio*. Dalam teori *portofolio* dikenal adanya konsep *portofolio* efisien dan *portofolio* optimal. *Portofolio* efisien adalah *portofolio* yang menyediakan *return* maksimal bagi investor dengan tingkat risiko tertentu, atau *portofolio* yang menawarkan risiko terendah dengan tingkat *return* tertentu. Sedangkan *portofolio* optimal adalah *portofolio* yang dipilih investor dari sekian banyak pilihan pada *portofolio* efisien.

Berbagai kemungkinan *portofolio* yang dapat dibentuk berdasarkan sekuritas individual yang ada, akan membentuk suatu kurva yang disebut kurva *indifferent* (Sharpe *et al.*, 1995: 228; Bodie *e. al.*, 2008: 214). Kurva *indifferent portofolio* merupakan suatu kurva yang menggambarkan hubungan antara *expected return* dengan standar deviasi *portofolio*, sebagaimana ditunjukkan pada gambar 6.2 berikut.

Gambar 6.2
Pemilihan *Portfolio* Optimal



Sumber: Haugen, 1997: 207

Gambar 6.2 di atas menunjukkan sumbu vertikal sebagai *return* yang diharapkan (*expected return*), dan sumbu horizontal sebagai besarnya risiko. Sedangkan μ_1 dan μ_2 adalah kurva *indifferent*. Bidang ABCDEFGH merupakan kumpulan *portfolio* yang tersedia bagi investor. Bagian yang ditunjukkan oleh garis BCDE disebut sebagai *efficient frontier* yang merupakan kombinasi aset-aset yang membentuk *portfolio* yang efisien. Bagian BCDE merupakan pilihan-pilihan *portfolio* terbaik bagi investor dibandingkan dengan bagian AGH, karena BCDE mampu menawarkan tingkat *return* yang lebih tinggi dengan risiko yang sama dibanding bagian AGH.

Salah satu titik kombinasi *portfolio* yang dipilih investor dari garis BCDE disebut sebagai *portfolio* optimal. Pemilihan *portfolio* optimal ditentukan oleh preferensi investor terhadap *expected return* dan risiko. Preferensi investor ditunjukkan oleh kurva *indifferent* (μ_1 dan μ_2). Pada gambar tersebut terlihat bahwa kurva *indifferent* investor bertemu dengan *efficient frontier* pada titik D. Artinya, *portfolio* optimal bagi investor tersebut adalah *portfolio* pada titik D, karena *portfolio* D menawarkan *expected return* dan risiko yang sesuai dengan preferensi investor. Dalam pandangan investor, berbagai kombinasi saham

individual (*portofolio*) yang terletak dalam kurva *indifferent* yang sama, akan memberikan kepuasan yang sama (sama menariknya). Kurva *indifferent* setiap investor sedemikian banyaknya (tak terhingga) sehingga membentuk peta dan disebut peta *indifferent* (*Indifferent Map*).

Untuk mendapatkan *portofolio* yang optimal, Markowitz mengidentifikasi *efficient frontier*. *Efficient frontier* merupakan garis lengkung sebagai tempat kedudukan berbagai kemungkinan *portofolio* efisien yang dapat dibentuk. Untuk mendapatkan *efficient frontier* digunakan metode *quadratic programming*. *Portofolio* optimal terletak pada titik singgung antara kurva *indifferent* dan *efficient set*. Dalam praktek, konsep penentuan harga aset yang dikembangkan oleh Markowitz masih belum mampu memecahkan problema empiris (Sharpe *et al.*, 1995: 142), terutama berkenaan dengan pernyataan:

- a. Bagaimana menerapkan konsep Markowitz dalam praktek di mana pada hakikatnya jumlah aset atau jumlah sekuritas tidak terbatas?
- b. Apa yang akan terjadi ketika investor mempertimbangkan investasi pada sejumlah sekuritas bebas risiko?

Untuk memecahkan persoalan empiris tersebut, maka pada awal tahun 1960-an muncul konsep baru tentang penentuan harga aset yang dikenal dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh murid Markowitz, yaitu William Sharpe 1964.

C. Membentuk *Portofolio* Optimal

Portofolio optimal adalah *portofolio* yang memberikan perbandingan tertinggi antara *excess return* dengan risiko (*variability ratio*) di antara *portofolio* yang efisien. *Portofolio* optimal diperoleh dengan cara mengkombinasikan salah satu *portofolio* berisiko yang terletak di *efficient frontier* dengan surat berharga bebas risiko, dalam hal ini rata-rata tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (PRf SBI). Risiko investasi yang relevan pada teori keseimbangan pasar adalah risiko yang ditimbulkan oleh fluktuasi harga di pasar modal, dikenal dengan nama "risiko sistematis." Risiko lain yang tidak berkaitan dengan fluktuasi harga di pasar modal akan sama dengan nol (risiko tidak sistematis). Hal ini sejalan dengan diversifikasi dalam teori keseimbangan pasar yang melibatkan seluruh surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal. Investor yang menerapkan teori ini dalam berinvestasi, menganut strategi pasif.

D. Pemilihan Risiko

Setiap investasi selalu membandingkan besarnya risiko dengan pengembalian yang diharapkan. Investasi disebut juga sebagai *the trade of between risk and return*. Hampir semua investor tidak suka dengan risiko, kalau boleh menghindarinya. Untuk mengharapkan agar investor bersedia mengambil risiko tinggi, maka kepada mereka harus ditawarkan tingkat pengembalian yang tinggi. Dengan kata lain, apabila seorang investor menghendaki tingkat pengembalian yang lebih tinggi, dia harus berani atau bersedia mengambil risiko yang lebih tinggi (*high risk high return*).

E. Cara Mengevaluasi Risiko

Pada umumnya investor tidak mengetahui adanya ukuran kuantitatif berapa besar risiko yang diinginkannya. Model risiko dan pengembalian tradisional cenderung mengukur risiko dalam bentuk *volatility* atau *standard deviation*. Artinya risiko dilihat sebagai fluktuasi (naik turunnya) pengembalian dari pengembalian yang diharapkan, atau simpangan baku pengembalian dari rata-rata pengembalian.

F. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) merupakan sebuah alat untuk memprediksi keseimbangan *expected* dari suatu aset berisiko (Bodie *et al.*, 2008: 293). Harry Markowitz meletakkan fondasi manajemen *portofolio* modern pada tahun 1952. Asumsi-asumsi penyederhanaan CAPM menurut Sharpe *et al.* (dalam Bodie *et al.*, 2008: 294; Denthine and Donaldson, 2001: 104) sebagai berikut:

1. Terdapat banyak investor, masing-masing dengan jumlah kekayaan yang sangat kecil dibandingkan total kekayaan seluruh investor.
2. Seluruh investor merencanakan untuk satu periode investasi yang identik.
3. Investasi dibatasi hanya pada aset keuangan yang diperdagangkan secara umum, seperti saham dan obligasi, dan pada kesepakatan pinjaman dan pemberian pinjaman yang bebas risiko.
4. Investor tidak membayar pajak atas *return* dan juga tidak terdapat biaya transaksi atas perdagangan sekuritas.

5. Seluruh investor berusaha mengoptimalkan imbal hasil risiko yang rasional, yang berarti mereka semua akan menggunakan model pemilihan *portofolio* Markowitz.
6. Seluruh investor menganalisis sekuritas dengan cara yang sama dan mempunyai pandangan ekonomi yang sama tentang kondisi yang akan dihadapi.

Jika semua asumsi tersebut terpenuhi, maka akan terbentuk suatu pasar yang seimbang. Dalam kondisi pasar yang seimbang, investor tidak akan bisa memperoleh *return abnormal* dari tingkat harga yang terbentuk, termasuk bagi investor yang melakukan perdagangan spekulatif. Oleh karena itu, kondisi tersebut akan mendorong semua investor untuk memilih *portofolio* pasar yang terdiri dari semua aset berisiko yang ada. *Portofolio* pasar tersebut akan berada pada garis *efficient frontier* dan sekaligus merupakan *portofolio* yang optimal.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) diperkenalkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966). CAPM didasari oleh teori *portofolio* yang dikemukakan oleh Markowitz. Berdasarkan model yang dikemukakan oleh Markowitz, masing-masing investor diasumsikan akan mendiversifikasikan *portofolio*-nya dan memilih *portofolio* yang optimal atas dasar preferensi investor terhadap *return* dan risiko, pada titik-titik *portofolio* yang terletak di sepanjang garis *portofolio* efisien.

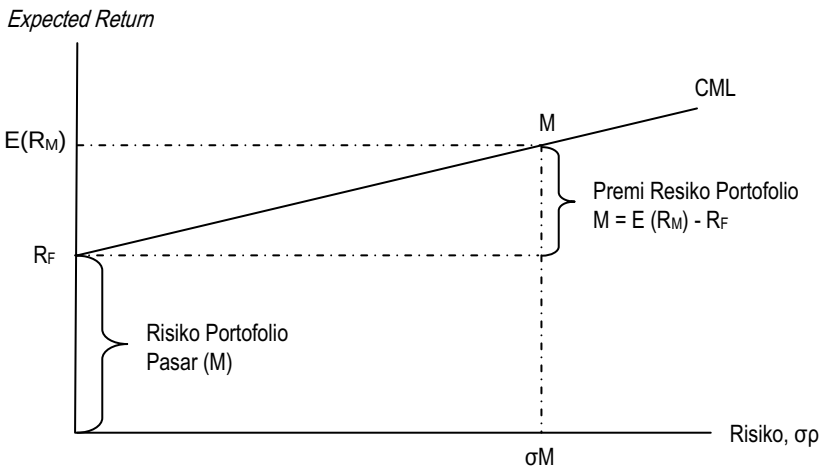
Markowitz hanya mengidentifikasi tempat kedudukan portofolio efisien yang berkedudukan di suatu garis lengkung (*efficient set*), maka Sharpe, Lintner, dan Mossin mengidentifikasi tempat kedudukan semua *portofolio* mungkin terbentuk oleh sekuritas yang jumlahnya tidak terbatas dalam suatu bidang (*feasible region*), di mana *portofolio* efisien menempati garis paling depan yang disebut *efficient frontier*. Ciri khas CAPM yang dikembangkan oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin adalah mengidentifikasi adanya *portofolio* pasar yang efisien dan memperhitungkan aset yang memberikan *return* bebas risiko di mana dengan aset bebas risiko ini, investor melakukan kegiatan memberikan pinjaman (*lending*) dan meminjam (*borrowing*).

Portofolio pasar terbentuk oleh semua aset atau sekuritas yang ada dalam perekonomian dengan proporsi masing-masing aset proporsional pasar, dengan demikian proporsinya adalah nol. Mengingat dalam praktek hampir tidak mungkin mengidentifikasi *portofolio* pasar yang sebenarnya, maka para peneliti menggunakan indeks pasar sebagai proksi. Persamaan CAPM murni dinyatakan dalam bentuk garis pasar modal (*Capital Market Line* = CML), yaitu suatu garis

yang menggambarkan hubungan antara *expected return* dengan standar deviasi *portofolio* (proksi resiko). CML merupakan tempat kedudukan himpunan *portofolio* efisien (*efficient set*) yang terbentuk oleh sekuritas bebas risiko dan sekuritas berisiko serta berasosiasi dengan *portofolio* pasar. Oleh karenanya, CML akan menyinggung *efficient frontier* dan titik singgung inilah diidentifikasi sebagai tempat kedudukan *portofolio* pasar.

Untuk memahami hubungan antara risiko dan *return* digunakan konsep *Capital Market Line* (CML) atau garis pasar sekuritas. CML menggambarkan hubungan antara *expected return* dengan risiko total dari *portofolio* efisien pada pasar yang efisien (Haugen, 1997: 2003; Denthine dan Donaldson, 2001: 105). CML dapat ditunjukkan sebagaimana pada gambar 6.3 berikut:

Gambar 6.3
The Capital Market Line



Sumber: Bodie *at al.*, 2008: 302; Danthinel dan Donaldson, 2001: 105

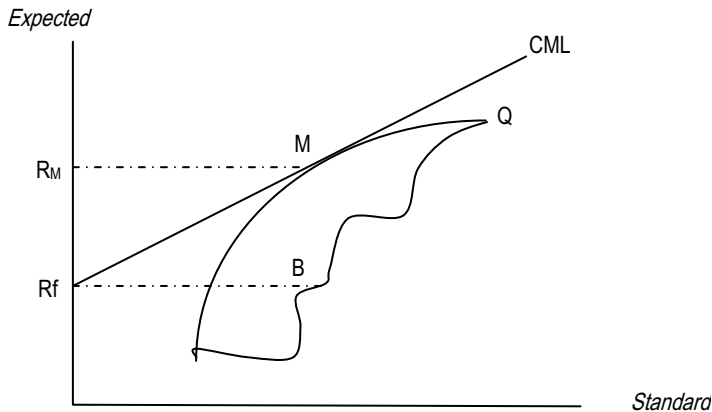
Gambar 6.3 merupakan gambar CML dengan tidak menampilkan *efficient frontier*. Sumbu vertikal adalah *expected return* sedangkan sumbu horizontal adalah risiko. Garis CML memotong sumbu vertikal pada titik R_F . Selisih antara tingkat *expected return* dari *portofolio* pasar $E(R_M)$ dengan tingkat *return* bebas risiko merupakan tingkat *return abnormal* yang *expected return* diperoleh investor sebagai kompensasi atas risiko *portofolio* pasar (M) yang harus ditanggungnya. Selisih *return* pasar dan *return* risiko disebut dengan premi

risiko *portofolio* pasar $E(R_M) - R_F$. Besarnya risiko *portofolio* pasar ditunjukkan oleh garis putus-putus horizontal dari R_F sampai M.

Hubungan antara *expected return* dengan standar deviasi dapat ditunjukkan pada gambar 6.4 berikut:

Gambar 6.4

Hubungan antara *Expected Return* dengan Standar Deviasi Pada Investasi dengan Kombinasi *Risk Securities* dan *Riskless Asset*



Sumber: Haugen, 1997: 218

Persamaan:

$$\text{CML : } R_P = R_f + \left[\frac{R_M - R_f}{\sigma_M} \right]$$

Di mana:

R_f = *risk-free return*, sering disebut ganjaran waktu (*reward for waiting*). *Slope* CML sering disebut ganjaran atas risiko yang ditanggung (*reward per unit of risk born*)

R_P = *expected return* dari *portofolio*

R_M = *return portofolio* pasar

σ_M = standar deviasi *return portofolio* pasar

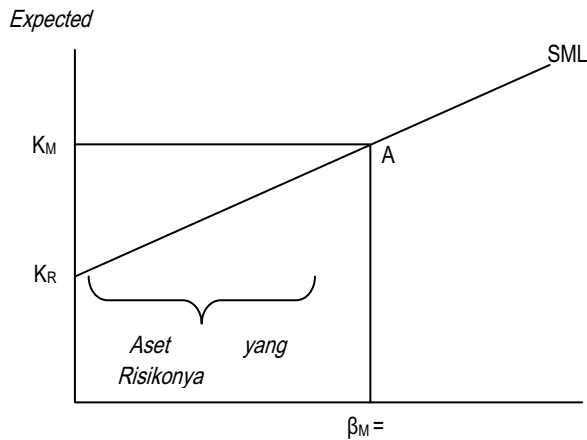
σ_P = standar deviasi *return portofolio*

CAPM selanjutnya dikembangkan untuk menjelaskan *return* saham individual di luar *portofolio* pasar dalam suatu garis dalam suatu garis pasar sekuritas (*Securities Market Line* = SML). Jadi SML merupakan garis yang

menggambarkan hubungan tingkat *expected return* dari suatu sekuritas dengan risiko sistematis (beta). SML digunakan untuk menilai sekuritas secara individual pada kondisi pasar yang efisien, sedangkan CML digunakan untuk menilai tingkat *expected return* dari suatu *portofolio* yang efisien, pada suatu tingkat risiko tertentu (M).

Gambar SML dapat ditunjukkan pada gambar 6.5 berikut ini. Risiko sekuritas ditunjukkan dengan (β), karena pada pasar yang efisien, *portofolio* yang terbentuk sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang relevan adalah risiko sistematis ($\beta = \beta$). Beta merupakan ukuran risiko sistematis suatu sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Beta menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar. Semakin tinggi beta suatu sekuritas, maka semakin sensitif sekuritas tersebut terhadap perubahan pasar.

Gambar 6.5
The Security Market Line



Sumber: Bodie *et al.*, 2008: 368

Persamaan SML diturunkan dari *return* yang terbentuk oleh suatu sekuritas dengan *portofolio* pasar. Sharpe *et. al.* (1995) menyatakan bahwa bila suatu *portofolio* terbentuk oleh sekuritas *i* dengan proporsi X_i , dan *portofolio* pasar dengan proporsi $(1-X_i)$, maka persamaan SML dapat dinyatakan dalam bentuk:

$$R_i = R_f + (R_M - R_f) \beta_{iM}$$

$$\beta_{iM} = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2_M}$$

β_{im} disebut koefisien beta untuk sekuritas i , yaitu angka yang menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas i terhadap perubahan *return* portofolio pasar. Pada saat beta (β_{im}) = 0, *expected return* sekuritas sama dengan *return* bebas risiko, yaitu titik potong sumbu SML dengan sumbu *actor* 0. Kesimpulan utama dari CAPM adalah adanya hubungan linear yang positif antara beta pasar dengan *expected return* saham individual.

Sejak CAPM diperkenalkan oleh Lintner (1961), Sharpe (1964) dan Mossin (1966), model ini telah mendominasi berbagai studi di bidang pasar modal. Penelitian empiris dengan menggunakan CAPM, indeks pasar yang diasumsikan efisien digunakan sebagai proksi *portofolio* pasar. Walaupun CAPM telah berkembang dan digunakan oleh banyak kalangan akademisi maupun praktisi dalam empat dasawarsa terakhir, namun dari penelitian demi penelitian menunjukkan kemampuan CAPM sebagai model dalam menjelaskan perubahan *return* saham masih diragukan. Ketidakmampuan CAPM ini ditunjukkan oleh berbagai studi yang menggunakan CAPM standar yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara lain penelitian yang dilakukan oleh Hakanson (1971); Mayers (1972); Brigham dan Merton (1972); dan Kraus and Litzenberger (1976). Demikian juga beberapa penelitian yang dilakukan oleh para peneliti di Indonesia yang hasilnya menyatakan bahwa CAPM tidak berlaku di Bursa Efek Indonesia (BEI) antara lain: Praningsih (1991); Pudjiastuti dan Husnan (1993); Husnan (1998 dan 1999); Manurung (1996); dan Tandelelen (1997).

Ketidakmampuan CAPM dalam menjelaskan *return* suatu saham ditunjukkan pula adanya bukti penggunaan CAPM yang menyimpang dari biasanya (*Anomalous CAPM*). Penelitian yang menggunakan CAPM Anomali antara lain dilakukan oleh Ball (1978); Basu (1977); Reinganum (1981); Fama dan Kenenth (1992); dan Jaganathan dan Wang (1996).

Kritikan terbesar penggunaan model CAPM dalam menjelaskan perubahan *return* saham adalah karena model CAPM hanya menggunakan indeks pasar (*market index*) sebagai proksi *portofolio* pasar. Dalam praktek, indeks pasar hanyalah suatu *portofolio* yang terbentuk oleh seluruh dan atau sebagian saham biasa yang ada di pasar modal, misalnya S&P 500.

G. *Arbitrage Pricing Theory* (APT)

Berkenan dengan kegagalan dari berbagai penelitian yang menggunakan CAPM untuk menjelaskan perubahan *return* saham sebagaimana dijelaskan, terdapat model alternatif untuk penentuan harga aset yang dikembangkan oleh

Ross (1976) yang dinamakan *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Model APT pada dasarnya menggunakan konsep hukum satu harga (*the law of one price*) yang menyatakan bahwa dua kesempatan investasi yang mempunyai karakteristik yang identik sama, tidaklah dapat dijual dengan harga yang berbeda (Francis, 1991: 304). Bilamana ada dua aktiva yang karakteristiknya identik tersebut terjual dengan harga yang berbeda, maka investor mempunyai peluang untuk melakukan *arbitrage* dengan membeli aset tersebut pada harga tertentu dan pada saat yang sama menjual dengan harga yang lebih atas atau lebih tinggi.

Seperti halnya CAPM, APT menggambarkan hubungan antara risiko dan *return*, tetapi dengan menggunakan asumsi dan produser yang berbeda. Estimasi *expected return* dari suatu sekuritas dengan menggunakan APT, tidak terlalu dipengaruhi *portofolio* pasar seperti halnya dalam CAPM. Pada CAPM, portofolio pasar sangat berpengaruh karena diasumsikan bahwa risiko yang relevan adalah risiko sistematis yang diukur dengan beta. Sedangkan pada APT, *return* sekuritas tidak dipengaruhi oleh *portofolio* pasar karena adanya asumsi bahwa *expected return* dari suatu sekuritas dapat dipengaruhi oleh beberapa sumber risiko lainnya dan tidak hanya diukur dengan beta.

Selain itu, APT juga tidak menggunakan asumsi-asumsi yang digunakan dalam CAPM seperti:

1. Adanya suatu periode waktu tertentu.
2. Tidak ada pajak.
3. Investor dapat meminjam dan menginvestasikan dana pada tingkat *return* bebas risiko (R_F).
4. Investor memilih *portofolio* berdasarkan *return* yang diharapkan dan jenis variannya.

APT didasari oleh pandangan bahwa *expected return* untuk suatu sekuritas akan dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko. Faktor-faktor tersebut akan menunjukkan kondisi ekonomi secara umum, dan bukan merupakan karakteristik khusus perusahaan (Dhrymes, 1985; Keren, 1971; Gultekin dan Gultekin, 1987). Faktor-faktor risiko tersebut harus mempunyai karakteristik sebagai berikut:

1. Masing-masing faktor risiko harus mempunyai pengaruh yang luas terhadap *return* saham-saham di pasar. Kejadian-kejadian khusus yang berkaitan dengan kondisi perusahaan, bukan merupakan faktor risiko APT.
2. Fakto-faktor risiko harus mampengaruhi *expected return*. Untuk itu perlu dilakukan pengujian secara empiris dengan cara menganalisis *return* saham

statistik untuk melihat bagaimana faktor-faktor risiko tersebut berpengaruh secara luas terhadap *return* saham.

3. Pada awal periode, faktor risiko tersebut tidak dapat diprediksikan oleh pasar karena faktor-faktor risiko tersebut mengandung informasi yang tidak terantisipasi dan bersifat mengejutkan pasar (*surprise*) atau terdapat perbedaan antara nilai yang diharapkan dengan nilai yang aktual.

H. Persamaan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) Multifaktor

Sebagaimana model-model sebelumnya, Ross (1976) dalam analisisnya menggunakan hipotesis di mana *return* saham dipengaruhi oleh k faktor secara linear, di mana k faktor ini tidak dapat ditentukan secara definitif. Meskipun APT multi faktor tidak member panduan tentang bagaimana menentukan faktor risiko yang relevan maupun premi risiko. Menurut Bodie *et al.* (2008: 344), terdapat dua prinsip yang memandu dalam membuat daftar faktor yang layak. *Pertama*, dengan membatasi hanya pada faktor risiko sistematis (*systematic risk*) yang mempunyai kemampuan besar untuk menjelaskan *return* saham. *Kedua*, memilih faktor yang tampaknya merupakan faktor risiko terpenting, yaitu faktor yang cukup mendapat perhatian para investor sehingga mereka akan meminta premi risiko yang berarti atas eksposur risiko ini.

Ross juga dalam teorinya juga berpegang pada asumsi Markowitz yang menyatakan bahwa investor dalam setiap pilihan investasi saham selalu diawali dengan keputusan pembelian pada awal periode ($t=0$), dimana investor tidak mengetahui besarnya *return* saham yang akan diperoleh pada akhir periode. Oleh karena itu harus mampu memprediksi *return* saham akhir periode investasi. Berdasarkan *return* saham estimasi akhir periode inilah, investor mengambil keputusan apakah ia membeli atau tidak membeli saham.

Bertolak dari pernyataan Ross, studi ini mengidentifikasi berbagai faktor makro ekonomi yang dapat menjelaskan perubahan *return* saham. Faktor makro ekonomi yang diidentifikasi dalam studi ini bukan nilai absolut dari faktor makro ekonomi itu sendiri, tetapi berupa perubahan faktor ekonomi yang tidak terantisipasi (*unanticipated* atau *unexpected*) yang diistilahkan dengan *surprise* faktor makro ekonomi.

Chen *et al.* (1986) mengemukakan bahwa *return* sekuritas secara signifikan dipengaruhi oleh perubahan faktor makro ekonomi yang tidak terantisipasi (*unanticipated*). Chen *et al.* (1986) dalam penelitiannya telah mengemukakan 4 (empat) faktor makro ekonomi secara signifikan mempengaruhi *return* sekuritas, sebagai berikut:

1. *Unanticipated changes in the rate of inflation* (perubahan terantisipasi di tingkat inflasi);
2. *Unanticipated changes in the index of industrial production* (perubahan terantisipasi dalam indeks produksi industri);
3. *Unanticipated changes in the yield spread between high-grade and low-grade corporate bonds* (perubahan terantisipasi dalam yield spread antara obligasi korporasi bermutu tinggi dan kelas rendah); dan
4. *Unanticipated changes in the slope of the term structure of interest rates* (perubahan terantisipasi di kemiringan struktur jangka suku bunga).

Jones (2000: 231) menggunakan istilah *unexpected* faktor makro ekonomi yang menggambarkan faktor makro ekonomi yang tidak sesuai dengan estimasi investor yang dapat mempengaruhi *return* saham. Sedangkan Graham dan Dodd's (1989: 605) menggunakan istilah *shock* yang menggambarkan faktor yang tidak terduga yang menyebabkan perubahan harga-harga saham.

Bodie *et al.* (2008: 335) dengan menggunakan data pertumbuhan ekonomi dalam *Gross Domestic Product* (GDP) menyatakan bahwa penyimpangan yang tidak terantisipasi (*surprise*) pertumbuhan GDP dari yang diharapkan dibandingkan dengan pertumbuhan GDP aktual menyebabkan perubahan *return* saham yang akan diperoleh investor.

Teori *portofolio* menjelaskan bahwa *return* saham yang diperdagangkan di Bursa Efek meliputi 2 (dua) bagian, yaitu *return* normal atau *return* yang diharapkan dan *return* berisiko. Sebagaimana dikemukakan oleh Ross *et al.* (2005: 272).

The return on any stock traded in a financial market consist of two parts. First, the normal or expected return from the stock is the part of return that shareholder in the market predict or expect... The second part is the uncertain or risky return on the stock.

(Kembalinya pada setiap saham yang diperdagangkan di pasar keuangan terdiri dari dua hal. Pertama, normal atau diharapkan kembali dari saham adalah bagian dari kembali bahwa pemegang saham di pasar memprediksi atau mengharapakan... Bagian kedua adalah pengembalian yang tidak pasti atau berisiko pada saham).

Selanjutnya Ross *et al.* (2005:273) menjelaskan bahwa *uncertain return* atau *risky return* merupakan bagian *return* yang tidak terantisipasi (*unanticipated*

part of the return) yang bersumber dari *surprise*. Dengan demikian, *return* saham pada hakikatnya terdiri dari 2 (dua) komponen, yaitu:

1. *Return* normal, yaitu *return* yang diharapkan (*expected return*) di mana *return* ini merupakan bagian *return* aktual yang dapat diprediksi.
2. *Return* yang tidak pasti atau *return* berisiko, yaitu *return* yang berasal dari informasi yang tidak terduga atau *surprise*.

Berdasarkan pernyataan tersebut, maka *return* saham dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan:

$$R_i = E(R_i) + U$$

Di mana:

$$\begin{aligned} R_i &= \text{return saham } i \\ E(R_i) &= \text{return normal saham } i \\ U &= \text{return tidak pasti atau return berisiko} \end{aligned}$$

Return berisiko ini bisa berasal dari *surprise* faktor internal (yang menghasilkan risiko sistematis) dan dapat pula dari *surprise* faktor eksternal (faktor umum atau faktor makro ekonomi) yang menghasilkan risiko tidak sistematis (Bodie *et al.*, 2008:335; Ross *et al.*, 2005; Flannery dan Protopapadakis, 2002), sehingga persamaan *return* saham ditulis menjadi:

$$R_i = E(R_i) + m + \xi$$

Di mana:

$$\begin{aligned} E(R_i) &= \text{return normal saham } i \\ m &= \text{risiko sistematis} \\ \xi &= \text{risiko tidak sistematis dan harus memenuhi } [Cov(m, \xi) = 0] \end{aligned}$$

Sebaliknya risiko sistematis antar perusahaan yang berkorelasi, sehingga bilamana terjadi perubahan faktor makro ekonomi, semua perusahaan akan terkena dampaknya, hanya kepekaan *return* atas perubahan faktor makro ekonomi berbeda-beda antara perusahaan.

Untuk model APT yang menggunakan k faktor makro ekonomi sebagai penjelas *return* saham, model multifaktor APT dinyatakan oleh Roll dan Ross (1980) sebagai berikut:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1} \delta_1 + \dots + b_{ik} \delta_k + \xi_i,$$

Di mana:

- R_i = *return asset* i ($i = 1, 2, \dots, n$)
- $E(R_i)$ = *return normal asset* i
- K = jumlah faktor
- δ_j = deviasi faktor dari faktor umum ke- j yang dipertimbangkan
- b_{ik} = *loading* faktor j pada *return asset* i
- ξ_i = kesalahan *random* sebagai komponen risiko tidak sistematis

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa dalam APT, risiko didefinisikan sebagai sensitivitas saham terhadap faktor-faktor makroekonomi (b_i) dan besarnya *return* yang diharapkan akan dipengaruhi oleh sensitivitas tersebut. Ukuran sensitivitas dalam APT (b_i) akan mempunyai interpretasi yang sama dengan nilai sensitivitas dalam CAMP (β) karena (b_i dan β) sama-sama merupakan ukuran sensitivitas *return* sekuritas terhadap suatu premi risiko.

Kesimpulannya bahwa salah satu yang paling penting dan berpengaruh adalah teori ekonomi tentang keuangan dan investasi. Teori *portofolio* modern adalah teori investasi yang mencoba untuk memaksimalkan portofolio yang diharapkan kembali dengan jumlah tertentu risiko *portofolio*, atau ekuivalen meminimalkan risiko untuk mencari tingkat pengembalian yang diharapkan, dengan hati-hati memilih berbagai proporsi aset. Teori modern *portofolio* didasarkan pada gagasan sederhana diversifikasi yang dapat menghasilkan kembali total sama untuk risiko kurang. Langkah-langkah yang harus dilakukan investor dalam berinvestasi adalah (1) investor adalah menghindari risiko; (2) Efek diperdagangkan di pasar-pasar yang efisien; (3) risiko harus dianalisis dalam *portofolio* investor secara keseluruhan, bukan dengan melihat individu aset; (4) untuk setiap tingkat risiko, ada optimal *portofolio* aset yang akan memiliki tertinggi pengembalian yang diharapkan.

Pada dasarnya investasi portofolio merupakan penanaman modal yang dilakukan oleh para investor melalui pasar modal baik dalam bentuk saham maupun surat utang seperti obligasi. Investasi ini sangat memiliki tingkat risiko

yang besar dan sebaliknya juga memiliki tingkat keuntungan yang besar juga, tergantung bagaimana para investor membaca kondisi pasar dan kelihaiannya mereka dalam melakukan spekulasi. Untuk melakukan investasi *portofolio* di Pasar Modal, para investor sebaiknya diperlukan pengetahuan yang cukup, pengalaman, serta naluri bisnis untuk menganalisa sekuritas mana saja yang akan dibeli, mana yang akan dijual, dan mana yang akan tetap dimiliki. Mereka yang ingin berkecimpung dalam investasi *portofolio* harus meninggalkan budaya ikut-ikutan, *gambling*, dan sebagainya yang tidak rasional. Sebagai para investor harus rasional dalam menghadapi pasar modal. Selain itu para investor harus memiliki ketajaman pekiraan masa depan mengenai sekuritas yang akan dibeli atau dijual. Oleh karenanya pengetahuan tentang teori-teori pergerakan harga saham dan teori-teori *portofolio* sangatlah penting untuk diketahui dan dipelajari.

BAB VII

HARGA SAHAM GABUNGAN DAN FAKTOR MAKRO EKONOMI

A. Hubungan antara Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dengan Faktor Makro Ekonomi

Teori investasi menjelaskan bahwa lingkungan bisnis dipengaruhi oleh faktor lingkungan bisnis yang terdiri dari faktor lingkungan eksternal yang meliputi faktor makro ekonomi dan lingkungan bisnis internal yang meliputi faktor mikro ekonomi (Bodie *et al.*, 2008: 259). Risiko investasi berasal dari 2 (dua) sumber, yaitu faktor makro ekonomi yang menghasilkan risiko sistematis (*systematic risk*) dan faktor mikro ekonomi sebagai efek dari aktivitas perusahaan yang menghasilkan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Menurut pandangan Ross dan Roll dalam teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) bahwa faktor makro ekonomi adalah bersifat umum, dan berpengaruh secara langsung pada setiap harga aset, namun intensitasnya berbeda antara perusahaan satu dengan perusahaan lainnya. Sedangkan faktor mikro ekonomi bersifat spesifik, artinya hanya berpengaruh pada harga faktor perusahaan yang bersangkutan, bisa positif ataupun negatif. Berdasarkan pandangan tersebut bahwa faktor makro ekonomi akan mempengaruhi kinerja pasar modal yang diukur dari pergerakan rata-rata harga saham yang direfresentasikan ke dalam nilai IHSG pada suatu pasar modal (Damodaran, 1996: 23).

Hubungan faktor makro ekonomi terhadap IHSG didukung oleh sejumlah teori serta penelitian terdahulu. Pada penelitian ini, ada beberapa faktor makro yang telah diidentifikasi berpengaruh terhadap harga, yaitu:

1. Hubungan Jumlah Uang Beredar dengan IHSG

Jumlah uang beredar merupakan suplai uang (Samuelson dan Nordhaus, 2005: 128). Terdapat 2 (dua) konsep untuk mendefenisikan jumlah uang beredar, yaitu:

- a. Uang beredar dalam arti sempit (*narrow money*), yaitu jumlah uang kartal dan uang giral yang dinotasikan dengan M1.

- b. Uang beredar dalam arti luas (*broad money*), yaitu jumlah uang kartal ditambah uang giral dan uang kuasi (*cash*) yang beredar di masyarakat. Uang giral adalah giro atau *demand deposits* yaitu uang yang ada pada bank-bank yang dapat ditarik sewaktu-waktu yang bersumber dari dana masyarakat atau pemilik rekening giro atau berseumber dari penciptaan kredit. Uang kuasi adalah dana deposito (*time deposito*) dan tabungan masyarakat (*saving deposits*) yang belum dapat ditarik karena belum jatuh tempo.

Bentuk umum persamaan permintaan uang sebagai $M_d = \$ Y (i)$, di mana Y memiliki koefisien positif dengan pendapatan nominal dan i memiliki koefisien negatif dengan suku bunga. Hal ini sebagaimana yang telah dikemukakan oleh Blancard (1997: 80).

Money demand is equal to nominal income time a function of the interest rate, denote $L(i)$. This equation summarize what we have said so far: First, the demand for money increases in proportion to nominal income ..., second, the demand for money depends negatively on the interest rate ... The demand for money decrease when interest rates increase.

(Permintaan uang sama dengan waktu pendapatan nominal yang berfungsi utama dari suku bunga, menunjukkan $L (i)$. Persamaan ini merangkum apa yang telah kami katakan sejauh ini: Pertama, permintaan uang meningkat secara proporsional dengan pendapatan nominal..., Kedua, permintaan uang tergantung negatif pada tingkat bunga... Permintaan untuk uang menurun ketika suku bunga meningkat).

Hubungan antara harga saham dengan jumlah uang beredar dapat dijelaskan melalui hubungan antar jumlah uang beredar, suku bunga, dengan harga saham. Dari hubungan ketiga komponen tersebut akan dapat ditarik hubungan antara jumlah uang beredar dengan harga saham. Hubungan jumlah uang beredar dengan GNP dan suku bunga dapat dianalisis melalui analisis ekuilibrium permintaan dan penawaran uang di pasar uang. Penawaran uang dalam pasar uang adalah uang beredar dalam arti luas (*broad money*) meliputi uang kartal, uang giral, ($M1$) dan uang kuasi.

Permintaan uang menurut Keynes (Keynes dalam Lipsey et. al., 1999: 607-608) terdiri atas permintaan uang untuk motif transaksi L_t , permintaan uang untuk motif berjaga-jaga L_j , dan permintaan uang untuk motif spekulasi L_s .

Permintaan uang untuk transaksi dan untuk berjaga-jaga merupakan bagian dari pendapatan masyarakat. Oleh karena itu, persamaan kedua permintaan uang tersebut dapat dinyatakan $L_t = k_1 Y$ dan $L_j = k_2 Y$, di mana k_1 dan k_2 dalam koefisien yang menunjukkan proporsi pendapatan yang digunakan untuk transaksi dan untuk berjaga-jaga, $k_1, k_2 > 0$, dan Y adalah pendapatan nasional (GNP).

Permintaan uang untuk motif spekulasi L_s , ditentukan oleh suku bunga. Pada saat suku bunga tinggi, permintaan uang untuk spekulasi menurun karena para pemilik uang akan menyimpan dananya di bank dengan harapan mendapatkan keuntungan bunga. Sebaliknya, bilamana suku bunga turun, permintaan uang untuk motif spekulasi akan meningkat. Oleh karena itu, permintaan uang untuk motif spekulasi dinyatakan dalam bentuk persamaan $L_s = L_o + sr$, di mana r adalah suku bunga, dan s koefisien yang bernilai negatif. Dengan demikian, total permintaan uang adalah $L = L_t + L_j + L_s$, atau $L = K_1 Y + k_2 Y + L_o + sr$, atau $L = L_o + K Y + sr$, di mana $k = k_1 + k_2$.

Dengan demikian, pertumbuhan jumlah uang beredar memungkinkan masyarakat untuk melakukan peningkatan investasi, termasuk aktivitas investasi *portofolio* saham, ataupun surat berharga lainnya. Meningkatnya jumlah permintaan terhadap berbagai jenis saham oleh investor akan mendorong meningkatnya nilai IHSG sebagai representasi dari meningkatnya harga dari berbagai jenis saham di pasar modal.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap harga saham. Sejalan dengan kajian sebelumnya yang menyatakan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap harga saham (Keran, 1971; Bilson *et al.*, 2003; Bilson *et al.*, 2001; Karamustafa *et al.*, 2003; dan Gan *et al.*, 2006).

2. Hubungan Inflasi dengan IHSG

Samuelson dan Nordhaus (2005: 306) mengemukakan bahwa inflasi merupakan salah satu faktor makro ekonomi yang menunjukkan kenaikan harga secara umum.

Inflation occurs when the general level of prices is rising. The rate of inflation is defined as the rate of change of the price level (as measured, say by the consumer price index, or CPI) and is measured as follows.

Inflasi terjadi ketika tingkat harga umum meningkat. Laju inflasi didefinisikan sebagai laju perubahan tingkat harga (yang diukur, mengatakan dengan indeks harga konsumen, atau CPI) dan diukur sebagai berikut:

$$\text{Rate of Inflatuion (year}_t) = \frac{\text{Price level (year}_t) - \text{Price level (year}_{t-1})}{\text{Price level (year}_{t-1})}$$

Hampir tidak mungkin untuk mendapatkan harga umum yang mencerminkan semua harga barang dan jasa dalam perekonomian, maka harga umum diproksi dengan indeks harga (*price index*) yang merupakan rata-rata tertimbang harga dari sejumlah barang dan jasa yang memiliki nilai penting secara ekonomi. Menurut Samoelson dan Nordhaus (2005: 308-309), indeks harga paling penting adalah *consumer price index* (CPI) atau indeks harga konsumen, *producer price index* (PPI) atau indeks harga produsen, dan *deplator* GNP.

Di Indonesia, pengukuran inflasi nasional menggunakan proksi Indeks Harga Konsumen (IHK). IHK merupakan rata-rata tertimbang dari harga barang dan jasa konsumsi di semua propinsi dan kota di Indonesia. Pemerintah (Badan Pusat Statistik) menghitung laju inflasi periode t dengan menggunakan sebuah formulasi.

Adapun formulasinya sebagai berikut:

$$\frac{\text{IHK}_t - 1}{\text{IHK}_{t-1}}$$

Inflasi dapat muncul dari sisi *aggregate demand* ataupun *aggregate supply*. *Demand full inflation* adalah inflasi yang disebabkan oleh adanya tarikan dari segi *aggregate demand*. Dampak dari jumlah uang beredar yang lebih besar dari pada jumlah produksi barang dan jasa, sehingga mendorong *aggregate demand* yang lebih cepat dibanding dengan potensi produksi, maka terjadi *excess aggregate demand*. Adanya *excess aggregate demand* cenderung meningkatkan harga-harga barang dan jasa secara umum. Sedangkan *cost push inflation* merupakan inflasi yang muncul karena kenaikan biaya-biaya produksi sebagai dampak dari penggunaan sumber daya yang kurang efisien.

Apapun sumber dan jenisnya, inflasi berdampak pada perekonomian (Gordon, 1983). Pertumbuhan inflasi akan mempengaruhi semua pihak baik masyarakat secara umum maupun setiap *emiten*, namun intensitasnya yang berbeda-beda. Jadi, pertumbuhan inflasi akan dirasakan oleh semua pihak. Inflasi yang cenderung meningkat akan mendorong naiknya harga barang dan jasa, sehingga menambah beban bagi industri karena tingginya biaya produksi. Di lain pihak, inflasi akan menurunkan tingkat pendapatan riil masyarakat yang berpenghasilan tetap, sehingga daya beli masyarakat juga menurun. Kondisi tersebut akan menyebabkan permintaan terhadap berbagai jenis produk berkurang, sehingga *net earning* setiap perusahaan turun. Turunnya pendapatan (*net earning*) oleh setiap perusahaan akan berakibat buruk terhadap penilaian saham oleh setiap *emiten*. Jika laba oleh setiap perusahaan menurun, maka akan mengurangi minat para investor untuk membeli saham karena *expected return* dari transaksi saham menurun, sehingga permintaan terhadap berbagai jenis saham juga menurun. Menurunnya permintaan terhadap berbagai jenis saham akan menyebabkan IHSG bergerak turun, sebagai refresentasi dari turunnya harga-harga saham di pasar modal. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap IHSG.

Menurut Samuelson dan Nordhaus (2005: 381), ketika inflasi tahun 1990 meningkat di berbagai negara, harga-harga saham di Bursa Efek seluruh dunia menurun tajam. Hal ini mengindikasikan bahwa inflasi memiliki hubungan negatif dengan indeks harga saham. Hubungan negatif tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Roll dan Ross (1980); Chen *et al.* (1998) dan Gan (2006). Oleh karena terdapat hubungan negatif antara inflasi dengan harga saham.

Secara teoritis terdapat beberapa dasar pemikiran yang mendukung pengaruh inflasi terhadap IHSG, yaitu: *Pertama*, pendapat ini didasarkan pada asumsi bahwa inflasi yang terjadi adalah *costpush inflation*, Keynes (1936) dan Fisher (1898) mengemukakan bahwa kenaikan inflasi akan mengurangi volume laba perusahaan sebagai akibat dari kenaikan biaya produksi maupun kenaikan tingkat upah yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap besaran deviden yang akan dibagikan. Hal ini berdampak negatif pada penilaian harga saham, sehingga dapat menyatakan bahwa terjadi korelasi negatif antara inflasi dengan harga saham; *Kedua*, kenaikan inflasi akan menurunkan pendapatan riil masyarakat yang berpenghasilan tetap, sehingga menurunkan daya beli. Dengan demikian, rendahnya daya beli masyarakat akan berdampak pada berkurangnya permintaan terhadap produk-produk perusahaan, sehingga *net earning* menurun.

Hal ini akan menyebabkan penurunan kinerja perusahaan yang tercermin dari rendahnya perolehan laba. Menurunnya perolehan laba oleh setiap perusahaan akan menyebabkan permintaan terhadap berbagai jenis saham juga menurun, sehingga kondisi tersebut akan memicu turunnya nilai IHSG sebagai refresentasi dari penurunan harga-harga saham di pasar modal.

3. Hubungan Suku Bunga Deposito terhadap IHSG

Penelitian yang dilakukan oleh (Albeta, 2006) mengenai pengaruh kurs inflasi dan suku bunga deposito terhadap IHSG di BEJ menunjukkan hasil penelitian secara umum bahwa secara simultan kurs dan suku bunga deposito berpengaruh signifikan terhadap IHSG berdasarkan Adjusted R square (R^2) terbukti bahwa variabel kurs inflasi dan suku bunga deposito mempunyai pengaruh yang besar yakni 70,5 %. Jika suku bunga meningkat maka kecenderungan pemilik modal dan investor akan mengalihkan modalnya ke deposito, dan tentunya berakibat negatif terhadap harga saham karena investor kurang tertarik melakukan investasi di pasar modal karena imbalan saham yang di terima lebih kecil dibandingkan imbalan bunga deposito akibatnya tentu harga saham di pasar modal akan mengalami penurunan.

Secara teoritis terdapat beberapa dasar pemikiran yang mendukung hubungan suku bunga deposito berpengaruh terhadap indeks harga saham: *Pertama*, Domburg (1985: 143-144) menjelaskan bahwa investor dalam mengambil keputusan membeli saham, selain *return* yang akan diperoleh, juga mempertimbangkan tingkat suku bunga yang diperoleh ketika dana didepositokan di Bank. Apabila suku bunga deposito cenderung menurun, maka investor akan mengalihkan dananya pada investasi saham karena *expectasi return* lebih tinggi dari pendapatan bunga, jika dana didepositokan di Bank. Kondisi ini akan memicu meningkatnya permintaan terhadap *portofolio* saham, dan selanjutnya akan mendorong harga-harga saham bergerak naik. Jika kenaikan harga saham dirasakan oleh banyak *emiten*, maka akan mendorong meningkatnya nilai indeks harga saham gabungan (IHSG); *Kedua*, Keynesian memandang adanya hubungan negatif antara tingkat bunga dan investasi. Jika tingkat bunga semakin tinggi maka, jumlah investasi akan menurun, demikian pula sebaliknya, jika tingkat bunga rendah investasi akan meningkat. Artinya rendahnya suku bunga daripada Bank akan dimanfaatkan oleh perusahaan untuk melakukan ekspansi suatu usaha, dan menjadi informasi positif bagi investor untuk melakukan perdagangan saham di pasar modal (Budi Frensidy, 2009: 34).

Secara teori dengan menaikkan tingkat bunga diharapkan *interest rate* (nilai tukar) *differensial* akan meningkat, sehingga aset dalam Rupiah menjadi lebih menarik bagi investor. Hal ini selanjutnya akan mendorong terjadinya perubahan komposisi aset dari Dollar ke dalam aset Rupiah, yang akhirnya menyebabkan harga Rupiah meningkat atau terapresiasi. Analisa konvensional mengatakan bahwa dalam jangka pendek, tingkat bunga yang relatif tinggi akan membuat spekulasi semakin mahal karena akan meningkatkan *opportunity cost* investor yang selanjutnya akan mempengaruhi keputusan investasinya. Sedangkan pada jangka panjang, tingkat bunga yang tinggi akan dapat mengurangi tingkat absorpsi dan meningkatkan posisi neraca transaksi sehingga dapat memperkuat nilai tukar. Oleh karena itu, penggunaan instrumen peningkatan tingkat bunga merupakan solusi yang terbaik untuk menstabilkan nilai tukar.

Meskipun tingkat bunga yang tinggi dampaknya menurunkan investasi, tetapi tingkat bunga yang meningkat diharapkan akan menaikkan tabungan masyarakat dan ini dapat digunakan oleh Bank untuk mengeluarkan dan mengalirkan dana dari tabungan masyarakat tersebut dalam bentuk kredit. Kredit tersebut digunakan oleh para pengusaha untuk melakukan kegiatan ekonomi yang menghasilkan barang dan jasa, sehingga akan tercipta pertumbuhan ekonomi. Apabila pertumbuhan tercapai, maka diharapkan mampu menyerap banyak tenaga kerja sehingga tercipta *welfare* atau kesejahteraan masyarakat seperti yang diinginkan. Besarnya tingkat bunga menentukan jenis-jenis investasi yang akan memberikan keuntungan kepada para pengusaha yang dapat dilaksanakan. Para investor hanya akan melaksanakan keinginan untuk menanam modal apabila tingkat penegembalian modal dari penanaman modalnya itu, yaitu keuntungan *netto* (sebelum dikurangi bunga) modal yang diperoleh, lebih besar dari tingkat bunga yang berlaku.

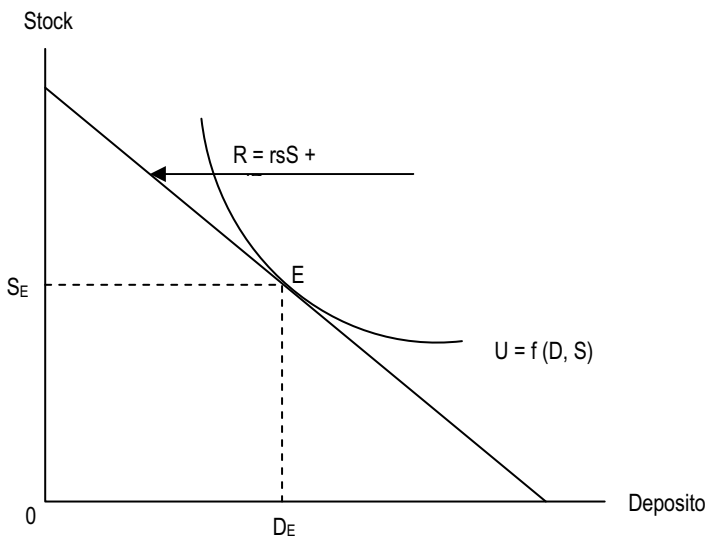
Selanjutnya dalam teori Keynes (1936) dikatakan bahwa tingkat bunga merupakan determinasi utama arus investasi dan tingkat bunga memiliki sifat berlawanan dengan pertumbuhan investasi. Bila tingkat bunga turun, maka investasi cenderung meningkat. Penentuan tingkat bunga yang tidak cermat akan menghambat perekonomian dalam negeri. Tingkat bunga yang rendah dapat mendorong investasi namun di sisi lain tidak mendorong mobilisasi dana melalui perbankan sehingga dapat menimbulkan kesenjangan antara tabungan dan investasi.

Berdasarkan pendapat yang dikemukakan oleh Demburg (1985: 143-144), dapat disimpulkan bahwa, investor dalam membeli saham, selain *return* yang

diharapkan akan diperoleh, juga mempertimbangkan suku bunga apabila dananya didepositokan di Bank. Fakta tersebut menunjukkan bahwa deposito dengan saham merupakan dua alternatif investasi yang saling menggantikan. Oleh karena itu, hubungan antara investasi saham dengan deposito dapat dianalisis melalui pendekatan teori *utility*. Teori *utility* pertama kali diperkenalkan oleh William Satnley Jevon, Leon Walras, dan Carl Menger antara tahun 1871-1874. Analisis yang digunakan adalah pendekatan kurva *indifferent* (*indifferent curve*).

Kurva *indifferent* adalah garis yang merupakan *locus* dari berbagai kombinasi barang/jasa yang dikonsumsi oleh seorang konsumen yang menghasilkan *utility* (kepuasan) yang sama. Apabila S adalah investasi ke dalam saham dan D adalah menginvestasi ke dalam deposito, serta U adalah tingkat *utility* (kepuasan), maka kurva *indifferent* secara umum dinyatakan $U = f(D, S)$. Apakah investor memiliki sejumlah dana tertentu dan mensyaratkan *return* sebesar R, maka persamaan *budgeted return* adalah $R = r_s S + r_d D$, di mana r_s adalah tingkat *return* saham dan r_d adalah tingkat suku bunga deposito.

Gambar 7.1
Kurva *Indifferent* dan *Budgeted Return*



Sumber: Henderson dan Quant, 1985: 5

Budged return adalah suatu kurva kombinasi pembelian saham dan deposito yang menghasilkan tertentu (konstan). *Slope* negatif menunjukkan adanya hubungan negatif antara investasi saham dengan investasi deposito. Investasi *portofolio* akan mencapai optimal (*equilibrium*) bilamana *slope* kurva indeferen sama dengan *slope* dari *budget return*.

Berdasarkan analisis dengan pendekatan *utility* dapat disimpulkan bahwa secara teoritis terdapat hubungan negatif antara investasi pada saham dan investasi pada deposito. Bilamana suku bunga deposito naik, maka investor akan mengalihkan investasinya ke deposito dengan menjual sebagian atau seluruh sahamnya agar ia tetap mendapatkan *return* yang maksimum. Sebaliknya, bila suku bunga deposito turun, sehingga investasi saham lebih menguntungkan, maka investor akan mengalihkan dananya dari deposito ke investasi saham. Meningkatnya minat masyarakat melakukan investasi dalam berbagai jenis saham, maka akan meningkat pula jumlah permintaan terhadap saham, sehingga harga saham-saham di pasar modal akan meningkat pula. Dengan demikian, nilai IHSG akan terdorong naik, sebagai refresentasi dari naiknya harga keseluruhan saham yang diperdagangkan di pasar modal.

Terdapat dua penjelasan, mengapa kenaikan suku bunga dapat mendorong IHSG turun, yaitu: *Pertama*, kenaikan suku bunga mengubah peta hasil investasi; *Kedua*, kenaikan suku bunga akan mengurangi laba perusahaan. Hal ini, terjadi dengan dua cara: *Pertama*, kenaikan suku bunga akan meningkatkan beban bunga setiap *emiten* yang mempergunakan fasilitas kredit, sehingga laba perusahaan akan berkurang; *Kedua*, bunga tinggi akan meningkatkan biaya produksi, maka harga produk akan lebih mahal, sehingga konsumen akan menundah pembeliannya, dan lebih memilih menyimpan dananya di Bank, akibatnya penjualan oleh setiap perusahaan menurun. Menurunnya penjualan oleh setiap perusahaan akan menyebabkan berkurangnya volume laba, dan kondisi ini akan berakibat buruk terhadap penilaian saham setiap *emiten*. Berkurangnya laba akan menyebabkan pula berkurangnya jumlah permintaan, sehingga selanjutnya mendorong turunnya nilai IHSG, sebagai refresentasi dari harga-harga saham yang diperdagangkan di pasar modal (Adiningsih, 1998: 16). Sebagaimana halnya dengan inflasi, suku bunga deposito memiliki hubungan negatif dengan harga saham. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian oleh Chen *et al.* (1986) dan Berry *et al.* (1989).

4. Pertumbuhan Investasi Asing terhadap IHSG

Globalisasi saat ini memungkinkan adanya hubungan yang saling terkait dan saling mempengaruhi diseluruh pasar modal di dunia. Hal ini dibuktikan dimana pasar modal di dunia telah tersambung dengan *online shares trading quotation* yang memberikan informasi bagi investor *diseluruh* dunia yang mengakses pasar modal. Perkembangan teknologi informasi telah memberikan suatu tatanan baru di dunia pasar modal. Cepatnya informasi dan memiliki progresivitas proses perdagangan globalisasi saham, sehingga penyebaran informasi pasar modal semakin canggih dan merata bagi setiap investor. Pasar modal Indonesia merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari kegiatan bursa saham global.

Achsani (2000) menyatakan bahwa *shock* yang terjadi di bursa Amerika Serikat tidak akan terlalu direspon oleh bursa regional Asia. Namun *shock* yang dialami oleh bursa Singapura, Australia, atau Hongkong akan segera ditransmisikan ke hampir semua bursa saham di Asia Pasifik termasuk Bursa Indonesia.

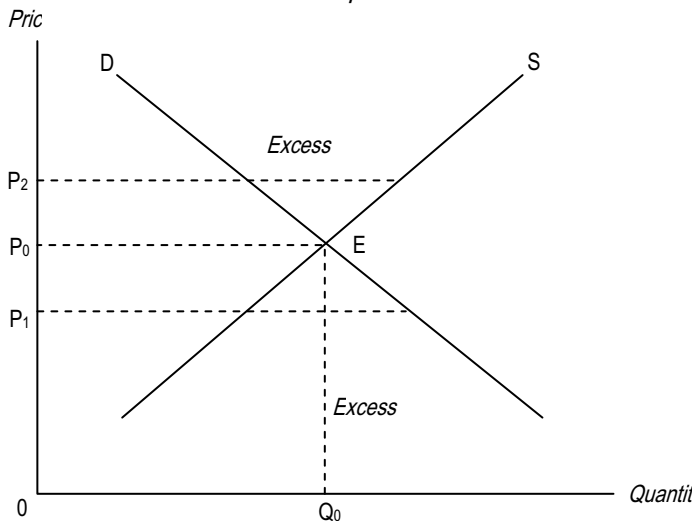
Dalam perekonomian suatu negara, pasar modal memiliki peran penting karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha dan sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari investor. Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi dan penambahan modal kerja. Selain itu, pasar modal juga menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi dan reksadana. Masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan resiko masing-masing instrumen pada pasar modal. Fakta menunjukkan bahwa pasar modal merupakan salah satu indikasi perkembangan perekonomian suatu negara sehingga mengisyaratkan betapa pentingnya pasar modal di suatu negara.

Secara teoritis terdapat beberapa dasar pemikiran yang mendukung hubungan investasi asing terhadap harga saham (Lipsey *et al.*, 1999: 80), yaitu, *Pertama*, transaksi saham oleh investor asing merupakan bagian dari permintaan dan penawaran *aggregarte*. Meningkatnya penjualan saham oleh investor Asing cenderung meningkatkan jumlah saham yang ditawarkan. Demikian pula jika pembelian saham oleh investor Asing meningkat, maka akan meningkatkan pula jumlah permintaan saham; *Kedua*, investasi Asing tidak langsung berupa keterlibatan kepemilikan saham maupun investasi tidak langsung lainnya yang dapat dilihat dari semakin membaiknya faktor fundamental perusahaan

(berkaitan dengan prospek laba dan deviden perusahaan serta evaluasi resiko). Selain itu, dengan masuknya investor Asing menunjukkan membaiknya faktor-faktor makro ekonomi suatu negara, hal ini akan menjadi informasi yang positif bagi investor dalam melakukan perdagangan saham, sehingga akan mendorong para investor untuk melakukan transaksi pembelian saham. Tingginya minat investor untuk berinvestasi di Pasar Modal akan memicu naiknya harga dari berbagai jenis saham yang dipasarkan di pasar modal. Apabila harga saham serta jumlah permintaan terhadap berbagai jenis saham meningkat, maka akan mendorong IHSG bergerak naik (dalam Kuncoro, 2001: 107).

Harga saham terbentuk dibentuk oleh keseimbangan antara permintaan dan penawaran saham. Hal ini berarti, saham ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Transaksi saham oleh investor Asing merupakan bagian dari permintaan dan penawaran *aggregate*. Meningkatnya penjualan saham oleh investor Asing cenderung meningkat jumlah saham yang ditawarkan. Demikian pula, jika pembelian saham oleh investor asing meningkat, maka akan meningkat pula jumlah permintaan saham. Dengan demikian, investasi saham oleh investor asing (FBS) pada dasarnya mencerminkan *excess demand*. Bila $FBS > 1$ mencerminkan adanya *excess demand* positif, dan apabila $FBS < 1$ mencerminkan *excess demand* negatif atau disebut juga *excess supply*. Keseimbangan *excess demand* and *excess supply* dapat dilihat pada gambar 7.2 berikut ini:

Gambar 7.2
Determination of Equilibrium Price



Sumber: Lipsey et. al., 1999: 81

Perubahan harga dari ekuilibrium menjadi disequilibrium atau terjadi *excess demand* ataupun *excess supply* hanya bersifat jangka pendek, karena apabila terjadi *excess demand* atau *excess supply*, pasar akan melakukan penyesuaian sedemikian rupa sehingga terjadi ekuilibrium baru. Menurut Lipsey, et. al. (1999: 81). Bila terjadi *excess demand*, akan terdorong harga, sehingga kembali membentuk ekuilibrium baru. Apabila terjadi *excess supply*, maka akan terjadi tekanan harga, sehingga harga turun dan kembali terbentuk ekuilibrium baru.

Model penyesuaian harga oleh Walras dan model penyesuaian Kuantitas Marshall (dalam Kuncoro, 2001: 107) mengasumsikan adanya stabilitas ekuilibrium jangka pendek antara permintaan dan penawaran, serta menyatakan bahwa apabila *excess demand* > 0 , harga akan cenderung naik. Sebaliknya, apabila *excess demand* < 0 , harga akan cenderung turun. Dengan demikian, ada indikasi bahwa investasi Asing berpengaruh positif terhadap harga saham.

5. Hubungan Nilai Tukar Rupiah/US Dollar terhadap IHSG

Terdapat 2 (dua) pendekatan teori yang dikembangkan dalam literatur untuk menentukan hubungan antara kurs mata uang dengan harga saham, yaitu: *Pertama, good market approach* (Dornbusch dan Fischer, 1980) menyatakan perubahan mata uang atau kurs mempengaruhi *competitiveness* suatu perusahaan, yang selanjutnya mempengaruhi pendapatan perusahaan atau *cost of fund* dan selanjutnya harga sahamnya. Berdasarkan *macro basis* dampak fluktuasi kurs mata uang terhadap Pasar Modal sangat tergantung pada tingkat keterbukaan ekonomi domestik dan kesinambungan neraca perdagangan; *Kedua, portofolio balance approach* (Franke 1993) di mana menekankan peranan *capital account transactions*. Kenaikan *return* saham (*rising stock market*) akan menarik *capital flow* yang selanjutnya akan meningkatkan *demand* mata uang domestik dan menyebabkan kurs mata uang terapresiasi. Sekalipun menurut teori terdapat *causal relationship* antara kurs mata uang dengan harga saham, bukti yang ada menunjukkan hubungan yang lemah di antara keduanya pada tataran mikro (Budi Frensidy, 2009:5)

Secara teori, hubungan nilai tukar Rupiah/US Dollar dengan saham dapat dijelaskan melalui teori penentuan kurs kurva Asing. Menurut Bailie dan McMahon, 1990 (dalam Kuncoro, 2001: 182-183), salah satu pendekatan yang

digunakan dalam penentuan kurs valuta Asing adalah pendekatan keseimbangan *portofolio*. Dalam analisa keseimbangan *portofolio*, nilai tukar Rupiah/US Dollar dapat digabungkan dengan aset finansial lain seperti saham. Saham dan obligasi merupakan dua aset finansial yang saling menggantikan. Geske dan Roll (1983) meneliti bahwa *Exchange Rates* mempengaruhi harga saham pada perdagangan Efek. Hal ini disebabkan karena depresiasi mata uang domestik menaikkan volume ekspor, sehingga diperlukan *demand* ekspor barang yang elastis yang mengakibatkan aliran uang yang tinggi bagi perusahaan domestik. Meningkatnya arus modal akan dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya karena didukung oleh ketersediaan dana yang cukup. Meningkatnya aliran dana terhadap perusahaan domestik memungkinkan untuk melakukan ekspansi usaha maupun melakukan perbaikan secara menyeluruh, sehingga dapat meningkatnya kinerja oleh setiap perusahaan. Informasi tersebut adalah merupakan informasi positif oleh para investor karena meningkatnya kinerja *emiten* akan meningkatkan pula *expectasi return* dalam bisnis saham, sehingga akan memicu meningkatnya permintaan terhadap berbagai jenis saham. Apabila jumlah permintaan terhadap berbagai jenis saham meningkat, maka akan mendorong nilai IHSG bergerak naik.

Argumentasi dari pendekatan keseimbangan *portofolio* adalah setiap *surprise* atau kejutan dalam bentuk perubahan kekayaan menghasilkan: (1) dampak kekayaan berupa kenaikan permintaan akan aset finansial, dan (2) dampak substitusi, yaitu penggantian suatu aset finansial yang menguntungkan dengan aset finansial lain. Pendekatan ini berkeyakinan bahwa kurs valas dan suku bunga ditentukan secara simultan melalui kondisi keseimbangan *portofolio* bagi para pemegang aset di masing-masing negara.

Persamaan nilai kurs valas menurut model keseimbangan *portofolio* sebagaimana menurut Kuncoro (2001: 185) ditunjukkan oleh persamaan berikut:

$$S_t = S(M_t, B_t, F_t, r^*_t)$$

Di mana:

- S_t = nilai periode t
- M_t = suplai uang domestik
- B_t = obligasi domestik
- F_t = obligasi luar negeri
- r^*_t = suku bunga internasional

Selanjutnya menurut Kuncoro (2001: 187) bahwa aset mempunyai sifat saling mengaitkan secara tidak sempurna. Berdasarkan konsep ini, setiap perubahan kekayaan akan berdampak pada meningkatnya permintaan aset finansial lain dan adanya substitusi suatu aset finansial dengan aset finansial lain yang lebih menguntungkan. Dalam analisis keseimbangan *portofolio*, nilai tukar Rupiah/US Dollar dapat digabungkan dengan aset finansial lain seperti saham, karena saham dan obligasi merupakan dua aset finansial yang saling menggantikan.

Dengan demikian, bilamana permintaan Rupiah relatif terhadap US Dollar turun, maka Rupiah akan terdepresiasi terhadap US Dollar atau melemah. Jika nilai rupiah mengalami depresiasi terhadap US Dollar, maka investor akan cenderung mengalihkan dananya kepada bentuk investasi lainnya. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai tukar Rupiah berpengaruh negatif terhadap harga saham dan sejalan dengan hasil penelitian oleh Gautam dan Chang (1997); Bilson *et al.* (2001); dan Gan *et al.* (2006).

Teori paritas daya beli adalah sebuah cara meramalkan kurs keseimbangan neraca pembayaran. Kurs keseimbangan adalah kurs yang akan menyeimbangkan nilai impor suatu negara (Salvatore 1996: 43). Jika nilai impor lebih besar dari pada nilai ekspornya, maka uang negara tersebut akan mengalami depresiasi (melemah). Penurunan nilai mata uang domestik terhadap nilai mata uang Asing akan membuat harga dari berbagai komoditi ekspor menjadi murah dan sebaliknya harga barang impor menjadi mahal. Rendahnya harga produk dalam negeri akan mempengaruhi perolehan laba perusahaan domestik, sehingga akan berdampak terhadap penurunan harga saham dan permintaan terhadap berbagai jenis saham di pasar modal. Apabila harga saham serta permintaan terhadap berbagai jenis saham menurun, maka akan menyebabkan pula nilai IHSG menurun, sebagai refrentasi dari menurunnya harga rata-rata saham yang diperdagangkan di pasar modal.

Setiap perekonomian terkait dengan negara-negara lain melalui 2 (dua) hubungan pokok, yaitu perdagangan dan keuangan. Transaksi perdagangan luar negeri baik ekspor maupun impor dinilai dengan mata uang Asing, biasanya dengan mata uang Dollar Amerika (US\$). Oleh karena itu, nilai transaksi perdagangan luar negeri sangat dipengaruhi perubahan kurs valuta Asing terhadap nilai uang Rupiah.

Exchange rate atau nilai tukar adalah semacam harga dalam pertukaran antara dua mata uang yang beredar, maka akan terdapat perbandingan nilai antara kedua mata uang tersebut (Madura, 1997). Nilai tukar valuta Asing

menunjukkan jumlah satuan yang dipersiapkan oleh pembeli dan penjual untuk pertukaran dengan mata uang domestik atau valuta Asing lainnya. Secara spesifik nilai tukar ini ditunjukkan sebagai jumlah satuan mata uang domestik yang dipersiapkan oleh pembeli dan penjual untuk dipertukarkan dengan satu unit valuta Asing, seperti kurs Dollar (AS) Rp. 1.000 = 1 US\$, artinya Rp 1.000,- dapat ditukarkan dengan Dollar sebanyak US\$ = 1 atau kurs dapat dinyatakan nilai mata uang domestik dibagi mata uang Asing, yaitu kurs = Rp/\$.

Penawaran mata uang secara simultan ditentukan oleh permintaan atas mata uang lainnya, sebagai misalnya permintaan negara lain akan aset Indonesia menciptakan permintaan Rupiah. Ini harus dibeli dengan mata uang Asing seperti Dollar. Dengan demikian bahwa bila terdapat sejumlah mata uang asing dalam pasar valuta Asing akan turun, demikian sebaliknya bila dalam pasar valuta Asing tersebut jumlah tertentu valuta Asing terhadap permintaan akan meningkat pastilah harga valuta Asing tersebut berlaku bila terdapat persaingan bebas dalam pasar valuta. Permintaan dan penawaran valuta Asing menentukan nilai tukar valuta asing. Meningkatnya permintaan atau menurunnya penawaran valuta Asing mengakibatkan operasi nilai tukar yang menaikkan nilai mata uang. Menurunnya permintaan serta meningkatnya penawaran valuta Asing menyebabkan depresiasi nilai tukar yang menurunkan nilai mata uang. Kelebihan permintaan yang secara artifisial dipertahankan menyebabkan apresiasi. Keseimbangan dapat dipulihkan melalui deregulasi nilai tukar (kurs). Kelebihan permintaan yang secara artifisial dipertahankan menyebabkan depresiasi. Keseimbangan dapat dipulihkan melalui deregulasi nilai tukar (kurs).

Sistem nilai tukar terdiri atas nilai tukar tetap, nilai tukar mengambang bebas, nilai tukar mengambang terkendali dan nilai tukar terpatok. Dalam sistem nilai tukar tetap, nilai tukar dibuat konstan atau dibiarkan berfluktuasi dalam batas-batas yang sangat sempit. Dalam sistem mengambang bebas, nilai tukar ditentukan oleh kekuatan pasar tanpa intervensi. Dalam sistem mengambang terkendali, nilai tukar tidak dibatasi oleh batas-batas eksplisit tetapi terkena intervensi pemerintah. Dalam sistem nilai tukar terpatok, nilai suatu valuta dipatok ke suatu valuta Asing atau suatu unit pengukuran, dan bergerak bersama-sama valuta (*unity* pertukaran) tersebut terhadap valuta lain.

Jika valuta sebuah negara mulai naik relatif terhadap valuta-valuta negara lain, *ceteris paribus* saldo neraca berjalannya akan menurun. Produk-produk yang akan diekspor oleh negara tersebut akan menjadi lebih mahal bagi negara-negara pengimpor. Konsekuensinya permintaan atas produk-produk tersebut akan menurun. Valuta local yang kuat akan memperburuk saldo neraca

berjalan jika produk-produk yang diperdagangkan bersifat elastis-harga (*price elastic*), yaitu sensitif terhadap perubahan-perubahan harga.

Menurut Madura (1997), dampak nilai tukar yang melemah dapat merangsang permintaan luar negeri atas produk-produk domestik, sehingga dapat meningkatkan ekspor dan menciptakan lapangan kerja secara signifikan. Di lain sisi walaupun nilai tukar yang melemah bisa mengurangi pengangguran domestik, namun bisa mengarah pada inflasi yang lebih tinggi. Sebaliknya nilai tukar yang menguat bisa mendorong para konsumen dan produsen domestik untuk membeli produk-produk dari luar negeri. Situasi ini mempertajam persaingan dengan pesaing-pesaing Asing dan memaksa produsen-produsen domestik untuk tidak menaikkan harga. Walaupun nilai tukar yang menguat bisa mengurangi inflasi, namun bisa juga menaikkan tingkat pengangguran karena membuat produk-produk luar negeri lebih menarik. Nilai tukar yang ideal tergantung pada perspektif masing-masing negara dan otoritas yang terlibat dalam pembuatan keputusan-keputusan ini. Nilai tukar yang lemah atau kuat hanyalah salah satu faktor yang mempengaruhi kondisi ekonomi sebuah negara.

6. Hubungan Pertumbuhan Ekonomi dengan IHSG

Secara teoritis dasar pemikiran yang mendukung pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap indeks harga saham dapat dijelaskan bahwa pertumbuhan ekonomi memberikan harapan kepada investor untuk mendapatkan pengembalian investasi yang lebih menguntungkan. Dengan demikian, pertumbuhan ekonomi mencerminkan kenaikan pendapatan rata-rata penduduk suatu negara (Lipsey *et al.*, 1999: 29). Hal ini akan mendorong peningkatan konsumsi dan investasi, termasuk berinvestasi di pasar modal yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap kenaikan harga saham. Dengan demikian, jika pendapatan bertambah maka jumlah barang yang diminta juga bertambah, sehingga hal ini menjadi informasi positif oleh industri untuk mengambil kesempatan dalam merespon tingginya permintaan dengan cara meningkatkan volume produksi. Kesempatan ini menjadi kesempatan baik oleh perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya dalam rangka memaksimalkan perolehan laba. Meningkatnya perolehan laba akan meningkat pula minat investor untuk membeli saham yang ditawarkan oleh perusahaan dengan harapan akan mendapatkan pengembalian investasi yang lebih menguntungkan (*expected return*). Meningkatnya laba kepada setiap perusahaan, akan memicu kenaikan harga terhadap berbagai jenis saham di pasar modal. Apabila harga saham serta permintaan terhadap berbagai jenis saham meningkat, maka akan

mendorong pula meningkatnya nilai IHSG, sebagai representasi dari kenaikan harga rata-rata keseluruhan saham yang diperjualbelikan di pasar modal (dalam Agus Arman, 2008: 84).

Pertumbuhan ekonomi member harapan kepada investor untuk mendapatkan tingkat pengembalian investasi yang menguntungkan. Dengan demikian semakin tinggi tingkat pertumbuhan ekonomi mencerminkan kenaikan pendapatan rata-rata penduduk suatu negara (Lipsey et. al., 1999: 29). Hal ini akan mendorong peningkatan konsumsi dan investasi, termasuk peningkatan investasi di pasar modal yang pada akhirnya akan mempengaruhi kenaikan harga saham. Berdasarkan kajian tersebut mengindikasikan bahwa pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif terhadap harga saham. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Karamustafa *et al.* (2003) dan Gan *et al.* (2006).

Teori mengenai hubungan antara perkembangan sektor finansial dan pertumbuhan ekonomi dimulai pada abad ke-20 (Schumpeter, 1911). Adapun yang menjadi perdebatan adalah apakah terdapat hubungan kausalitas antara perkembangan sektor finansial dan pertumbuhan ekonomi?, atau jika terdapat hubungan kausalitas antar keduanya, bagaimanakah arah hubungannya?

Menurut Kamat (2001), literatur dan hasil studi empiris mengenai arah hubungan kausalitas antar kedua variabel tersebut secara garis besar dapat dikelompokkan menjadi 3 (tiga) pendekatan, yaitu: *Pertama, supply leading*, menyatakan bahwa perkembangan sektor finansial menyebabkan pertumbuhan ekonomi. Pendekatan ini menyatakan bahwa keberadaan sektor finansial berfungsi sebagai intermediasi keuangan yang menghubungkan antar unit ekonomi yang surplus dan defisit, yang selanjutnya menyebabkan alokasi sumber daya yang efisien dan akhirnya memacu sektor lainnya dalam perekonomian untuk tumbuh. Penelitian ini telah dilakukan Schumpeter, 1911 dan Levine dan Zervos (1996); *Kedua* adalah pendekatan *demand following* menyatakan pertumbuhan aktivitas ekonomi sebagai hasil dari pertumbuhan ekonomi memerlukan banyak dana untuk ekspansi. Pertumbuhan ekonomi yang meningkat akan meningkatkan permintaan sarana investasi alternatif, dalam hal ini adalah berupa investasi dalam saham. Ketika permintaan terhadap berbagai jenis saham meningkat, maka akan mendorong pula meningkatnya kinerja pasar modal yang diukur dari meningkatnya nilai IHSG; *Ketiga*, adalah pendekatan *feedback*, yaitu hubungan dua arah antara pertumbuhan ekonomi yang di-*proxy*-kan melalui *product domestic bruto* (PDB) dengan peningkatan pertumbuhan sektor finansial di pasar modal yang di-*proxy*-kan melalui IHSG.

Kinerja perekonomian yang dilihat dari pertumbuhan ekonomi serta kinerja industri merupakan komponen utama dalam pergerakan IHSG, juga sebaliknya, Investor menilai bahwa kondisi perekonomian dan kemungkinan dari arah perekonomian merupakan elemen kunci dalam pergerakan IHSG. Penilaian investor tersebut akan membentuk ekspektasi yang kemudian akan merubah harga terhadap berbagai jenis saham, sehingga berdampak pula terhadap IHSG yang akan bergerak dengan mengikuti ekspektasi investor pada pasar modal. Dalam hal ini, espektasi investor pada pasar modal sangat ditentukan oleh kondisi perekonomian secara makro (M. L. Jhingan, 2007: 57).

Pasar modal yang memiliki fungsi ekonomi dan fungsi keuangan secara teori memiliki pengaruh terhadap perekonomian Indonesia. Penelitian mengenai pengaruh pasar modal terhadap perekonomian Indonesia masih belum banyak dilakukan namun beberapa penelitian telah dilakukan, pasar modal memiliki pengaruh terhadap perekonomian Indonesia dan sebaliknya semakin membaiknya perekonomian Indonesia maka semakin meningkat pula ekspektasi investor untuk menginvestasikan modalnya di pasar modal. Tingginya ekspektasi investor terhadap pasar modal, maka permintaan terhadap berbagai jenis saham meningkat akan meningkat, sehingga mendorong meningkatnya nilai IHSG tersebut.

B. Pertumbuhan Ekonomi (*Economic Growth*)

Pertumbuhan ekonomi (*economic growth*) merupakan sumber utama peningkatan standar hidup (*standard of living*) penduduk yang jumlahnya terus meningkat. Dengan perkataan lain, kemampuan dari suatu negara untuk meningkatkan standar hidup penduduknya adalah sangat ditentukan laju pertumbuhan ekonomi jangka panjang (*long run rate of economic growth*). Telah berkembang suatu pandangan bahwa pertumbuhan penduduk akan dibatasi oleh kemampaun alam untuk menyediakan kebutuhan-kebutuhan dasar (*basic needs*).

Secara umum, pertumbuhan ekonomi didefinisikan sebagai peningkatan dalam kemampuan dari suatu perekonomian dalam memproduksi barang dan jasa. Dengan perkataan lain, pertumbuhan ekonomi lebih menunjukkan pada perubahan yang bersifat kuantitatif (*quantitative change*) dan biasanya diukur dengan menggunakan data produk domestik bruto (GDP), atau pendapatan *output* perkapita. GDP adalah total nilai pasar (*total market value*) dari barang-barang akhir dan jasa-jasa (*final goods and services*) yang dihasilkan dalam

suatu perekonomian selama kurun waktu tertentu (satu tahun). Konsep lain yang terkait dengan GDP adalah produk nasional bruto (GNP), yaitu total nilai pasar dari barang-barang akhir dan jasa-jasa yang dihasilkan oleh penduduk (*residents*) suatu negara selama kurun waktu tertentu (Muana Nanga, 2001: 280)

Untuk menghitung laju pertumbuhan ekonomi (*rate of economic growth*), dapat dilakukan dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$g = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} \times 100$$

Di mana:

g = pertumbuhan ekonomi

Y_t = produk domestik bruto tahun sekarang

Y_{t-1} = produk domestik bruto tahun yang lalu.

Pembangunan seringkali diartikan pada pertumbuhan dan perubahan. Dalam rangka meningkatkan taraf hidupnya, manusia selalu berusaha mengembangkan perekonomiannya melalui pembangunan ekonomi. Di dalam Garis-Garis Besar Haluan Negara (GBHN) disebutkan bahwa: Pembangunan ekonomi didasarkan kepada demokrasi ekonomi, dimana masyarakat harus memegang peranan aktif dalam kegiatan pembangunan, sedang pemerintah berkewajiban memberikan pengarah dan bimbingan terhadap pertumbuhan ekonomi serta menciptakan iklim yang sehat dunia usaha, sebaliknya dunia usaha memberikan tanggapan terhadap pengarah menciptakan iklim tersebut dengan kegiatan-kegiatan yang nyata.

Todaro (2000), mengemukakan bahwa pembangunan dalam arti luas selalu mengacu pada proses perubahan pertumbuhan ekonomi maupun faktor budaya yang dapat menciptakan kemajuan bagi umat manusia. Proses perubahan ini berdimensi global, meliputi: perubahan-perubahan mendasar dalam struktur sosial, pola hidup masyarakat, kebudayaan, pengurangan disparitas, pemberantasan, kemiskinan penduduk, dan percepatan laju pertumbuhan ekonomi. Sedangkan Usman (1986), mendefinisikan pembangunan ekonomi sebagai suatu proses yang menyebabkan pendapatan perkapita penduduk suatu negara meningkat dalam jangka waktu panjang. Perkembangan ekonomi dapat juga diartikan sebagai perubahan dari struktural karena bermaksud untuk memperluas dasar ekonomi dan lapangan kehidupan

masyarakat terutama pertumbuhan produksi, baik di lapangan ekspor maupun di lapangan produksi untuk kebutuhan dalam negeri.

Jadi dapat disimpulkan bahwa pembangunan ekonomi mempunyai tiga faktor penting, yang mana antara satu sama lain berkaitan dan tidak dapat dipisahkan, yaitu:

1. Pembangunan ekonomi merupakan suatu proses, artinya suatu perubahan yang terjadi secara terus menerus.
2. Merupakan suatu usaha guna menaikkan tingkat pendapatan perkapita.
3. Kenaikan pendapatan perkapita itu harus terus menerus berlangsung dan berkesinambungan dalam jangka panjang.

Selanjutnya menurut Suparmoko (1990), pertumbuhan ekonomi adalah terciptanya peningkatan seluruh barang dan jasa akhir yang dihasilkan oleh suatu perekonomian dalam kurung waktu satu tahun. Dalam hal ini adalah produk nasional *netto*. Pertumbuhan ekonomi yang diukur dengan berkembangnya produksi barang dan jasa atau pendapatan nasional sangat diperlukan karena ada dua faktor yang sangat menentukan yaitu bertambahnya jumlah penduduk dari tahun ke tahun dan meningkatnya tingkat kesejahteraan masyarakat sebagai hasil dari pembangunan ekonomi negara tersebut.

Pencapaian laju pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi dan perluasan kesempatan kerja merupakan hal yang cukup fundamental bagi pembangunan yang berkelanjutan, dimana pembangunan ekonomi adalah merupakan suatu proses kegiatan investasi yang diarahkan kepada perubahan struktur dan keserasian keterkaitan antara sektor guna mempertinggi tingkat pertumbuhan ekonomi dan kesejahteraan masyarakat secara menyeluruh di suatu negara atau daerah dalam jangka panjang (Panetto, 2001).

Di sisi lain, Adisasmita (1988) mengemukakan bahwa pertumbuhan ekonomi negara merupakan peningkatan variabel ekonomi dari suatu sub sistem spesial suatu bangsa. Pertumbuhan dapat diartikan pula sebagai suatu peningkatan kemakmuran suatu daerah, baik peningkatan suatu kapasitas produksi maupun volume riil produksi. Dengan demikian pertumbuhan ekonomi suatu wilayah atau daerah dapat juga dinyatakan sebagai peningkatan dalam jumlah komoditi yang dihasilkan suatu daerah. Sedangkan menurut Nanga (2001) bahwa pertumbuhan ekonomi adalah sebagai peningkatan kemampuan suatu perekonomian dalam memproduksi barang-barang dan jasa-jasa. Menurut definisi tersebut dapat dikatakan bahwa pada prinsipnya beliau memandang pertumbuhan ekonomi sebagai suatu perubahan yang bersifat kuantitatif

(*quantitative change*), yang tentunya diukur dengan menggunakan *Gross Domestic Product* (GDP).

C. Faktor-Faktor Penentu Pertumbuhan Ekonomi

Pertumbuhan ekonomi sangat penting dan dibutuhkan, sebab tanpa pertumbuhan tidak terjadi peningkatan kesejahteraan, kesempatan kerja, produktivitas, dan distribusi pendapatan. Di samping itu pertumbuhan ekonomi juga sangat penting untuk mempersiapkan perekonomian menjalani tahapan kemajuan selanjutnya.

Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan sebagai proses perubahan kondisi perekonomian suatu negara secara berkesinambungan menuju keadaan yang lebih baik selama periode tertentu. Pertumbuhan ekonomi dapat diartikan juga sebagai proses kenaikan kapasitas produksi suatu perekonomian yang diwujudkan dalam bentuk kenaikan pendapatan nasional. Perekonomian dikatakan mengalami pertumbuhan apabila jumlah balas jasa riil terhadap penggunaan faktor-faktor produksi pada tahun tertentu lebih besar daripada tahun sebelumnya.

Proses pembangunan pada dasarnya bukanlah sekedar fenomena ekonomi semata. Pembangunan tidak sekedar ditunjukkan oleh prestasi pertumbuhan ekonomi yang dicapai oleh suatu negara, namun lebih dari itu pembangunan memiliki perspektif yang luas. Beberapa ahli ekonomi seperti Schumpeter dan Hicks, telah menarik perbedaan yang lebih lazim antara istilah perkembangan ekonomi dan pertumbuhan ekonomi. Perkembangan ekonomi mengacu pada masalah negara terbelakang sedang pertumbuhan mengacu pada masalah negara maju.

Adam Smith dalam Jhingan (1994) mengemukakan bahwa proses pertumbuhan ekonomi tercermin dalam pertumbuhan *output*. Pertumbuhan output ditentukan oleh pertumbuhan penduduk. Pertumbuhan ekonomi yang dikaitkan dengan pertumbuhan *output* ditentukan oleh 3 (tiga) faktor, yaitu sumber-sumber alam yang tersedia (faktor produksi tanah), sumber-sumber manusiawi (jumlah penduduk), dan stok barang capital yang ada. Aspek kedua dari pertumbuhan ekonomi adalah pertumbuhan penduduk. Dimana Smith melihat bahwa penduduk akan meningkat apabila tingkat upah yang berlaku lebih tinggi daripada tingkat upah subsistem, yaitu tingkat upah yang pas-pasan untuk seseorang agar bisa mempertahankannya.

Ricardo dalam Jhingan (1994) mengemukakan bahwa faktor alam sebagai faktor pembatas dalam pertumbuhan ekonomi. Artinya alam mempunyai

keterbatasan sedang penduduk berkembang secara pesat, sehingga pada akhirnya jumlah penduduk semakin banyak dan sumber alam sangat terbatas. Artinya tingkat perkembangan perekonomian sangat rendah dan tidak berkembang dan pendapatan pekerja hanya sekedar hidup.

Lebih lanjut Ricardo mengatakan bahwa dengan terbatasnya tanah, maka pertumbuhan penduduk (tenaga kerja) akan menghasilkan produk marginal yang semakin menurun atau *the law of diminishing return*. Kemajuan teknologi dapat meningkatkan produktivitas tenaga kerja maupun produktivitas kapita. Ini berarti apabila kemajuan teknologi cukup cepat, maka akibat dari *the law of diminishing return* bisa dihambat atau bahkan dinetralkan.

Sejalan dengan teori yang dipaparkan oleh Smith juga seperti yang dijelaskan oleh Robert Sollow-Swan dalam Jhingan (1994) yang merupakan salah satu aliran dari neo klasik yang juga menyatakan faktor penentu pertumbuhan ekonomi suatu negara adalah: (1) akumulasi *capital*; (2) pertumbuhan tenaga kerja (atau penduduk); (3) kecenderungan menabung (*propensity to save*) oleh masyarakat yang kemudian semua tabungan masyarakat tersebut diinvestasikan; (4) produktivitas atau perubahan teknologi. Sehingga dengan terpenuhinya kondisi tersebut didalam perekonomian akan diharapkan dalam jangka panjang untuk mencapai peningkatan standar kehidupan masyarakat.

Berbeda dengan ekonomi klasik sebelumnya, Schumpeter optimis bahwa dalam jangka panjang taraf hidup dapat ditingkatkan sesuai dengan kemajuan teknologi. Schumpeter berpendapat bahwa motor penggerak pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses yang ia beri nama *inovasi* dan pelakunya adalah para wiraswastawan atau *innovator*. Kemajuan ekonomi suatu masyarakat hanya bisa diterangkan dengan adanya inovasi oleh para wiraswastawan. Ada 3 (tiga) pengaruh munculnya inovasi oleh para inovator, yaitu: (1) munculnya teknologi baru; (2) munculnya keuntungan lebih; dan (3) munculnya proses imitasi.

BAB VIII

REKSA DANA

A. Pengertian Reksa Dana

Reksa Dana (*mutual funds*) menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal, untuk selanjutnya diinvestasikan kembali dalam *portofolio* Efek oleh manajer investasi. Dari sisi peraturan BAPEPAM, Reksadana Indonesia dibagi dalam 4 (empat) jenis kategori (Pratomo dan Nugraha, 2009: 68-75), yaitu:

1. Reksa Dana Pasar Uang (RDPU) didefinisikan sebagai reksa dana yang melakukan investasi 100% pada Efek pasar uang.
2. Reksa Dana Pendapatan Tetap (RDPT) Reksa dana pendapatan tetap adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari *portofolio* yang dikelolanya ke dalam Efek bersifat hutang.
3. Reksa Dana Saham (RDS) adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari *portofolio* yang dikelolanya ke dalam Efek bersifat ekuitas (saham).
4. Reksa Dana Campuran (RDC) dapat melakukan investasinya baik pada efek hutang maupun ekuitas dan porsi alokasi yang lebih fleksibel.

Reksa dana dikelola oleh 2 (dua) pihak (Pratomo dan Nugraha, 2009: 43-45), yaitu:

1. Manajer Investasi; bertanggung jawab atas kegiatan investasi, yang meliputi analisa dan pemilihan jenis investasi, mengambil keputusan-keputusan investasi, memonitor pasar investasi dan melakukan tindakan-tindakan yang dibutuhkan untuk kepentingan investor. Manajer investasi adalah perusahaan, bukan perorangan, yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek milik nasabah. Untuk dapat melakukan kegiatan usahanya, perusahaan manajer investasi harus memperoleh izin dari BAPEPAM untuk melakukan kegiatan sebagai manajer investasi.
2. Bank Kustodian; bertindak sebagai penyimpan kekayaan (*safe keeper*) serta administrator reksa dana. Reksa dana yang terkumpul dari sekian banyak investor melalui reksa dana bukan merupakan bagian dari kekayaan

manajer investasi dan bank kustodian, sehingga tidak termasuk dalam neraca keuangan, baik manajer investasi maupun bank kustodian. Dana dan kekayaan (surat-surat berharga) yang dimiliki oleh reksa dana adalah milik para investor dan disimpan atas nama reksa dana di Bank kustodian. Sama halnya seperti manajer investasi, Bank yang akan melakukan kegiatan ini harus memperoleh izin terlebih dahulu dari lembaga BAPEPAM.

B. Tolok Ukur

Reksa dana indeks pasar merupakan indikator kerja untuk suatu jenis instrumen atau *portofolio* tertentu. Di Indonesia ada beberapa indeks saham yang digunakan untuk mengukur indeks pasar, misalnya IHSG, LQ45, JII dan Indeks Sektoral. Penggunaan tolok ukur dalam pengukuran kinerja reksa dana dimaksudkan untuk membandingkan apakah kinerja reksa dana yang dikelola manajer investasi dapat “mengalahkan” (*outperform*) pasar atau justru “kalah” (*underperform*) dari pasar. Dalam membandingkan suatu tolok ukur, ada tiga hal yang perlu diperhatikan, yaitu jenis instrumen, perpajakan, serta periode waktu yang sama (Pratomo dan Nugraha, 2009: 197). Untuk instrumen obligasi seperti reksa dana pendapatan tetap, sebaiknya menggunakan Indeks Obligasi sebagai tolok ukurnya. Ini dikarenakan reksa dana pendapatan tetap memiliki *portofolio* yang sebagian besar investasinya sama dengan jenis instrumen dari indeks obligasi.

Reksa dana adalah salah satu produk yang diperdagangkan di pasar modal. Reksa dana juga merupakan salah satu bentuk *portofolio* yang diterbitkan secara resmi oleh suatu perusahaan melalui penawaran umum pada Pasar Perdana, kemudian diperdagangkan di bursa efek untuk reksa dana yang bersifat *closed-end fund* dan reksadana yang bersifat *open-end fund* akan diperdagangkan melalui Manajer Investasi.

Reksa dana sebagai salah satu alternatif produk investasi sudah semakin dikenal oleh masyarakat, khususnya para nasabah perbankan. Kendati telah mengalami beberapa kali pasang surut, hal ini tidak membuat industri reksa dana menjadi surut melainkan tetap tumbuh dan semakin berkualitas dengan pondasi berupa pemahaman produk yang lebih baik. Bagi masyarakat atau investor pemula, sebagai gambaran reksa dana adalah sebuah produk investasi yang menjembatani keinginan investor yang ingin berinvestasi pada instrumen pasar modal, seperti saham dan obligasi, namun mereka mempunyai kendala,

seperti: kendala dalam hal ilmu/informasi pasar modal; kendala dalam jumlah nominal investasi; kendala waktu untuk memonitor transaksi/*portofolio*.

Atas dasar beberapa kendala di atas, maka lahirlah reksa dana di mana para investor ritel bisa berinvestasi dengan dana yang terjangkau di pasar modal melalui produk reksa dana yang dikelola oleh Manajer Investasi profesional. Reksa dana yang umum dikenal saat ini berbentuk Kontrak Investasi Kolektif, yakni kontrak antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang mengikat pemegang Unit Penyertaan, dimana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif.

C. Reksa Dana Dilihat dari *Portofolio* Investasinya

Pembagian reksadana ini didasarkan pada komposisi aset yang membentuk reksa dana tersebut, tingkat pengembalian yang dihasilkan, dan tingkat risiko yang dimiliki oleh masing-masing reksa dana (Pratomo dan Nugraha, 2009:55). Jenis-jenis reksa dana berdasarkan Peraturan BAPEPAM Nomor IV.C.3 tentang Pedoman Pengumuman Harian Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Terbuka diklasifikasikan dalam (4) empat kategori berdasarkan *portofolio* investasinya: (a) Saham; (b) Pendapatan tetap; (c) Campuran; dan (d) Pasar uang.

Reksa Dana Pendapatan Tetap (RDPT) merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya minimal 80% dari aktivitya dalam bentuk efek bersifat utang (Darmadji dan Fakhruddin, 2001: 151). Reksa dana ini, bersifat lebih stabil, yaitu reksa dana yang berinvestasi pada instrumen *fixed income* yang berkualitas baik, seperti sertifikat deposito, *Commercial Paper* (CP), dan sertifikat obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan swasta, Badan Usaha Milik Negara (BUMN), pemerintah, dan lain-lain. Instrumen-instrumen tersebut memberikan tingkat suku bunga yang lebih tinggi dibandingkan tabungan Bank namun tetap bersifat konservatif. Reksa dana berpendapatan tetap cocok untuk orang yang ingin berinvestasi jangka pendek atau yang tidak ingin mengambil resiko akan kehilangan sebagian nilai investasinya. Namun anda tidak dapat berharap akan mendapatkan keuntungan yang besar apabila mempertimbangkan tingkat inflasi pertahun.

Reksa Dana Saham (RDS) merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya minimal 80 persen dari aktivitya dalam bentuk Efek bersifat ekuitas (Darmadji dan Fakhruddin, 2001: 152). Bersifat lebih jangka

panjang reksa dana saham biasanya menginvestasikan dananya pada saham-saham yang dicatatkan dibursa, yang mewakili kepemilikan didalam perusahaan. RDS paling cocok untuk orang yang ingin berinvestasi jangka panjang, untuk beberapa tahun bahkan mungkin beberapa dekade. Ide di belakang RDS adalah harga-harga saham mengalami kecenderungan naik dan turun di dalam jangka pendek, namun sejarah menunjukkan bahwa reksa dana saham menghasilkan keuntungan yang lebih besar dalam jangka panjang dibandingkan dengan investasi pada *fixed income*. Jadi, sementara investasi pada RDS mengalami penurunan ataupun kenaikan nilai setiap harinya, dalam jangka panjang hasilnya akan lebih besar dari pada menginvestasikannya dalam Reksa Dana Pasar Uang (RDPU) atau Reksa Dana Campuran (RDC), khususnya jika diperbandingkan dengan tingkat inflasi tiap-tiap tahun.

Reksa Dana Pasar Uang (RDPU) merupakan reksa dana yang hanya melakukan investasi pada efek bersifat utang dengan jatuh tempo kurang dari 1 (satu) tahun. Tujuannya adalah untuk menjaga likuiditas dan pemeliharaan modal (Darmadji dan Fakhruddin, 2001:150)

Reksa Dana Campuran (RDC) merupakan reksa dana yang melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas dan efek bersifat utang yang perbandingannya tidak termasuk dalam definisi reksa danadi atas. RDC berinvestasi baik pada instrumen *fixed income* jangka pendek maupun pada saham-saham perusahaan yang dicatatkan di Bursa. Reksa dana jenis ini mengoptimalkan keuntungannya melalui saham-saham di pasar modal. Di sisi lain sebagai penyangganya adalah melalui instrumen *fixed income*.

Keuntungan yang akan didapatkan dari bertransaksi reksa dana saham tidak terlepas dari kondisi pasar yang memasuki siklus *recovery*, seperti yang diindikasikan oleh kondisi indeks harga saham yang sedang membaik (*Bullish*). Kondisi di Indonesia, IHSG cenderung mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, kondisi tersebut mengindikasikan bahwa *expected return* dari bertransaksi reksa dana saham cukup baik. Pergerakan IHSG yang cenderung meningkat di Indonesia dari tahun ke tahun adalah merupakan *leading indicator* yang semestinya dapat direspon baik oleh para investor.

D. Penilaian Kinerja Reksa Dana

Kinerja reksa dana dapat diukur dengan hanya menghitung berdasarkan laba total saja (*total return*) atau yang lebih baik lagi adalah dengan melibatkan juga pengukuran risiko. Pengukuran kinerja dengan melibatkan faktor risiko

memberikan informasi yang lebih mendalam bagi investor tentang sejauh mana suatu hasil atau kinerja yang diberikan oleh Manajer Investasi dikaitkan dengan risiko yang diambil untuk mencapai kinerja tersebut.

Ada 3 (tiga) metode pengukuran kinerja reksa dana dengan memasukkan unsur risiko yang sering digunakan (Pratomo dan Nugraha, 2009: 204-207), yaitu:

1. Metode Sharpe Pengukuran; dengan metode Sharpe didasarkan atas apa yang disebut premium atas risiko atau *risk premium*. *Risk premium* adalah perbedaan (selisih) antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh reksa dana dengan rata-rata kinerja investasi yang bebas risiko (*risk free rate*). Pengukuran Sharpe diformulasikan sebagai ratio *risk premium* terhadap standar deviasi. Metode Sharpe dihitung dengan menggunakan rumus (Pratomo dan Nugraha, 2009: 204).
2. Metode Treynor Pengukuran; Dengan metode Treynor juga didasarkan atas *risk premium*, seperti halnya yang dilakukan Sharpe, namun dalam metode Treynor digunakan pembagi beta (β) yang merupakan risiko berfluktuasi relatif terhadap risiko pasar. Beta dalam konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan risiko sistematis (juga merupakan risiko pasar atau *market risk*). Metode Treynor dihitung dengan menggunakan rumus (Pratomo dan Nugraha, 2009: 205).
3. Metode Jensen; Sama halnya dengan metode Treynor, Jensen menggunakan faktor beta (β) dalam mengukur kinerja investasi suatu *portofolio* yang didasarkan atas pengembangan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Pengukuran dengan metode Jensen menilai kinerja Manajer Investasi berdasarkan atas seberapa besar manajer investasi tersebut mampu memberikan kinerja di atas kinerja pasar sesuai risiko yang dimilikinya. Semakin tinggi nilai positif alfa, semakin baik kinerjanya (Pratomo dan Nugraha, 2009: 206).

E. Model Evaluasi Kinerja

Investor yang membeli reksa dana harus melihat terlebih dahulu kondisi pasar yang sedang berlangsung. Dalam pasar yang sedang (*bullish market*) urutan pilihan akan jatuh pada Reksa Dana Saham, Reksa Dana Campuran, dan Reksa Dana Pendapatan Tetap. Dalam pasar yang sedang lesu (*bearish market*) pilihan utama jatuh pada Reksa Dana Pendapatan Tetap (RDPT), Reksa Dana

Campuran (RDC), dan Reksa Dana Saham (RDS). Dalam kondisi pasar yang tidak *ekstrem* atau *bearish*, maka yang tepat untuk dipilih adalah reksa dana campuran karena reksa dana ini lebih fleksibel komposisi investasinya terhadap kondisi pasar yang cenderung berubah-ubah; Manajer Investasi dapat mengubah-ubah kebijakan komposisi investasi disesuaikan dengan keadaan pasar yang sedang berlangsung.

Setelah ditetapkan suatu jenis reksa dana yang akan dijadikan investasi, tahap berikutnya adalah memilih satu atau beberapa reksa dana dari seluruh reksa dana yang ada dalam suatu reksa dana tertentu. Misalnya, memilih 3 reksa dana dari 12 reksa dana saham yang ada di Bursa Efek. Untuk memilih reksa dana yang dimaksud, terdapat 4 (empat) model pemilihan objektif yang dikenal, yaitu: (a) *Treynor's model*; (b) *Sharpe's model*; (c) *Jeansen's model*, dan (d) *Treynor and Black's model*.

Keempat model itu mendasarkan analisisnya pada *return* masa lalu untuk memprediksi *return* dan risiko di masa datang. *Return* masa lalu yang dimaksudkan di sini adalah *return* rata-rata (*average return* = $\bar{R}_p$) masa lalu yang dianggap akan terjadi lagi di masa datang atau *return* masa datang, $E(RP)$, sama dengan *return* rata-rata masa lalu. Di sampaikan *rerurn*, perlu diperhatikan juga tingkat risiko yang melekat pada setiap reksa dana. Dengan tingkat *rerurn* yang sama, investor akan memilih reksa dana yang memiliki risiko lebih rendah atau dengan tingkat risiko yang sama, investor akan memiliki reksa dana yang memiliki risiko lebih tinggi. Investor yang tidak menghendaki risiko lebih baik berinvestasi dalam deposito atau membeli Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Investasi di reksa dana selalu mengandung risiko, sehingga investor menghendaki *rerurn* yang lebih tinggi daripada tingkat bunga deposito atau SBI. Pendapatan investasi yang bebas risiko ini disebut *risk free (Rf)*. Ekspektasi *return* ($E(Rp)$), harus lebih tinggi daripada *risk free*, atau $E(Rp) > Rf$ agar investasi diterima. Selisi antara *average return* dan *risk free* disebut *excess return*. Apabila *excess return* positif, berarti Reksa dana bersangkutan dapat dibeli. Investor yang ingin memilih salah satu di antara sejumlah reksa dana harus membandingkan *excess return* terhadap *risk* atau biasa disebut *reward to variability ratio*, dan reksa dana dengan rasio terbesar yang akan dipilih.

Pengukuran kinerja dilakukan untuk melakukan evaluasi *portofolio* secara kualitatif dan kuantitatif. Hasil pengukuran akan menunjukkan keberhasilan Manajer dalam mencapai tujuan investasi yang telah ditetapkan dan dapat pula dipakai untuk melakukan komparasi dengan suatu benchmark maupun *portofolio* lainnya. Penilaian kinerja reksa dana tidak semata-mata

didasarkan pada tingkat pengembalian (*return*) yang diperoleh, karena posisi atau peringkat kinerja suatu reksa dana lebih tergantung pada target tingkat risiko yang terkandung dalam *portofolio* reksa dana tersebut, perbandingannya dengan kinerja pasar saat ini, dan tingkat keahlian Manajer Investasi.

Dalam melakukan penilaian kinerja *portofolio* terdapat 2 (dua) cara, yaitu: *Pertama*, melakukan perbandingan langsung (*direct comparison raw performance*). Cara ini dilakukan dengan membandingkan kinerja suatu *portofolio* yang biasanya diwakili oleh reksa dana (*mutual fund*) terhadap *portofolio* lain yang mempunyai risiko yang kurang lebih sama. Biasanya menggunakan tolok ukur (*benchmark*) tertentu. Misalnya: Reksa Dana Saham (RDS) menggunakan tolok ukur IHSG; *Kedua*, menggunakan parameter tertentu, misalnya: model Sharpe *measure*, model Treynor *measure* dan model Jensen *measure*.

Indeks Sharpe dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut dengan *reward-to-variability ratio*. Indeks Sharpe mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga (*benchmark*), yaitu dengan cara membagi premi risiko *portofolio* dengan standar deviasinya. Premi risiko adalah perbedaan (selisih) antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh *portofolio* dengan rata-rata kinerja investasi yang bebas risiko (*risk free asset*). Standar deviasi merupakan risiko fluktuasi *portofolio* yang dihasilkan karena berubah-ubahnya return yang dihasilkan dari subperiode ke subperiode lainnya selama seluruh periode. Dalam teori *portofolio*, standar deviasi merupakan risiko total yang merupakan penjumlahan dari risiko pasar (*systematic/market risk*) dan *unsystematic risk*). Indeks Sharpe dapat digunakan untuk mengukur premi risiko untuk setiap unit risiko pada *portofolio* tersebut. Investasi pada SBI tidak mengandung risiko dengan kinerja investasi tertentu. Investasi pada *portofolio* mengandung risiko sehingga diharapkan memberikan hasil investasi lebih besar daripada kinerja investasi bebas risiko. Indeks Sharpe mengukur seberapa besar penambahan hasil investasi yang diperoleh (*risk premium*) untuk tiap unit risiko yang diambil.

1. Treynor's Model

Ada beberapa istilah yang dapat digunakan dengan maksud yang sama, yaitu *Treynor's index*, *Trenor's measure*, dan *Treynor's model*. Dalam mengevaluasi kinerja reksa dana (*mutual fund*) Treynor menggunakan *average return* masa lalu sebagai *expected return* dan menggunakan Beta, β_p , sebagai

tolok ukur risiko. Beta menunjukkan besar-kecilnya perubahan *return* suatu Reksa dana terhadap perubahan *marker return*, R_m .

Treynor (1965: 63-75) meneliti 20 perusahaan *mutual funds* yang bersifat *open-end* dengan data tahun 1953 sampai dengan 1962. sebagai tolok ukur risiko investasi digunakan Beta karena pada umumnya fluktuasi harga saham dipengaruhi oleh fluktuasi pasar. *Average return* masih dianggap sebagai ukuran terbaik untuk pedoman *return* prediksi, sepanjang asumsi pasar adalah efisien. Perbandingan antara *return* dan risiko menunjukkan kepada investor bahwa semakin tinggi risiko semakin tinggi pula *return* yang diharapkan. Risiko perbandingan tersebut dapat digunakan sebagai peringkat reksa dana dalam kaitannya dengan pemilihan reksa dana.

Excess return adalah selisih antara *average return* dikurangi *risk free rate*. Dengan notasi Beta *portofolio*, β_p . Model *Treynor* dinyatakan dengan rumus matematika sebagai berikut

$$R/V_t = (\bar{R}_p - \bar{R}_f) / \beta_p$$

Di mana:

- R/V_t = *reward to volatility* model Treynor
- $\bar{R}_p$ = *average return* portofolio
- $\bar{R}_f$ = *risk free rate*
- β_p = *beta portofolio* sebagai tolok ukur risiko

2. Sharpe's Model

Menurut Sharpe (1966: 121), kinerja *mutual funds* di masa dapat diprediksi dengan menggunakan dua ukuran, yaitu *expected rate of return* (E) dan *predicted variability of risk* yang diekspresikan sebagai diviasi standar *return*, σ_p . *Expected rate of return* adalah *return* tahunan rata-rata dan *predicted variability of risk* adalah diviasi standar dari *return* tahunan. Deviasial standar menunjukkan besar-kecilnya perubahan *return* suatu reksa dana terhadap *return* rata-rata Reksa Dana yang bersangkutan. *Excess return* adalah selisih antara *average rate of return* dikurangi *risk free rate*. Penelitian Sharpe ini berkaitan dengan prediksi kinerja masa datang yang menggunakan data masa lalu untuk menguji modelnya. Berikut ini pernyataan dari Sharpe (1996:122):

The capital-marker model described here deals predictions of future performance. Since the predictions cannot obtain in any satisfactory manner, the model cannot be tested directly. Instead ex post values must be used-the average of a portfolio must be substituted for expected rate of return, and the actual standard deviation of return for its predicted risk.

(Model *capital marker* yang dijelaskan di sini adalah penawaran prediksi kinerja masa depan. Karena prediksi tidak dapat memperoleh dengan cara memuaskan, model tidak dapat diuji secara langsung. Bukan nilai yang lalu harus digunakan rata-rata portofolio harus diganti untuk tingkat pengembalian yang diharapkan, dan standar deviasi sebenarnya imbalan risiko diprediksi)

Kutipan di atas menyatakan bahwa untuk kepentingan memprediksi kinerja masa datang digunakan data masa lalu. *Average return* masa lalu dianggap sebagai *return* masa lalu dianggap sebagai *return prediksi* masa datang dan deviasi standar *return* masa lalu dianggap sebagai prediksi risiko datang.

Sharpe (1966-123) menghubungkan antara besarnya *reward* dan besarnya risiko. perbandingan antara *reward* dan risiko ini diberi nama *reward-to-variability ration* (R/V). Selanjutnya Sharpe menyatakan: "*The larger the ratio, the performance*".

Berikutnya ini adalah rumus matematikanya:

$$R/V_S = (\bar{R}_P - \bar{R}_f) / \sigma_p$$

Di mana:

- R/V_S = *reward to variability ratio model Sharpe*
- $\bar{R}_P$ = *average return portfolio*, yaitu *gain* dikurangi biaya jual/beli, dan biaya administrasi *mutual funds* (Sharpe 1966: 122)
- $\bar{R}_f$ = *risk free rate*
- σ_p = *Deviasi standar return portfolio* tolok ukur risiko

Sharpe telah melakukan penelitian terhadap 34 *mutual funds* selama masa 1954-1963 dengan tujuan mengembangkan hasil penelitian Treynor berkaitan dengan model yang diusulkan lewat uji empiris untuk mengevaluasi kemampuan prediksi. Perbedaan antara penelitian Treynor dan Sharpe terletak pada tolok ukur resiko. Treynor menggunakan beta sedangkan Sharpe

menggunakan deviasi standar. Treynor menganggap fluktuasi pasar sangat berperan dalam mempengaruhi *return*, sedangkan Sharpe menekankan pada risiko total.

Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil penelitian itu adalah bahwa *reward-to-variability ratio* bervariasi antara 0,43 sampai 0,78. Sebelas dari 34 perusahaan *mutual funds* yang diteliti atau 32% menghasilkan *return* yang lebih baik dari pada *return* DJIA, sementara *return* dari indeks DJIA adalah 0,67. *Return* DJIA (*Dow Jones Industrial Average*) adalah salah satu *return* pasar yang diperbandingkan dengan *return* reksa dana. Periode penelitian dibagi menjadi dua, yaitu periode (1944-1953) dan (1954-1963), dengan hasil bahwa dua periode tersebut mempunyai korelasi 0,36. Selanjutnya Sharpe menyatakan: "*Equally important, there is not assurance that past performance is the best predictor of future performance*" (Sama pentingnya, tidak ada jaminan bahwa kinerja masa lalu adalah prediktor terbaik dari kinerja masa depan).

3. Jensen's Model

Berbeda dengan *Treynor's model* dan *Sharpe's model* yang dapat menerima investasi reksa dana sepanjang *excess return* positif, model Jensen hanya menerima investasi reksa dana apabila dapat menghasilkan *return* yang melebihi *expected return* atau *minimum rate of return*. *Return* yang disebut adalah *average return*, $\bar{R}_p$ masa lalu, sedangkan *minimum rate of return* adalah *expected return*, $E(R_p)$, yang dihitung dengan *capital asset pricing model* (CAPM). Selisih antara *average return* dengan *minimum rate of return* disebut *alpha* α_p .

Jensen menggunakan rumus *capital asset pricing model* (CAPM), yang ditulis oleh Sharpe (1964: 425-442) dan Lintner (1965: 587-616), untuk menghitung *minimum rate of return* seperti yang dikutip oleh Jensen (1968: 390) sebagai berikut:

$$E(\bar{R}_j) = \bar{R}_f + \beta_j[E(\bar{R}_m) - \bar{R}_f]$$

Di mana:

$$\begin{aligned} E(\bar{R}_j) &= \text{expected return saham } j \\ \bar{R}_f &= \text{risk free, interest rate} \\ \beta_j &= \text{Beta saham } j \\ E(\bar{R}_m) &= \text{expected market return} \end{aligned}$$

Expected return, $E(\bar{R}_j)$ merupakan *return* minimum yang diharapkan oleh investor atas saham j , karena menurut Jensen rumus tersebut dapat digunakan baik untuk portofolio maupun *individual stock*. Istilah *minimum rate of return* dalam model Treynor dan model Sharpe.

Model Treynor, model Sharpe, dan model Jensen menghasilkan kesimpulan yang relatif sama dalam memilih jenis reksa dana yang layak dipilih. Seperti Treynor dan Sharpe, Jensen ingin mengajukan model prediksi kinerja *mutual funds* melalui ukuran kinerja yang absolut, yaitu menggunakan data aktual masa lalu. Untuk maksud tersebut Jensen meneliti 115 *open-end mutual funds* selama periode 1945 sampai dengan 1964 atau 20 tahun. Berikut ini adalah pernyataan Jensen (1968):

a number of people in the past have attempted to evaluate the performance of portfolios (primarily mutual funds), but almost all of these authors have relied heavily on relative measures of performance when what we really need in an absolute measure of performance.

(Sejumlah orang di masa lalu telah berusaha untuk mengevaluasi kinerja *portofolio* (terutama reksadana), tapi hampir semua penulis ini sangat bergantung pada tindakan relatif kinerja ketika apa yang kita benar-benar butuhkan dalam ukuran mutlak kinerja).

Lebih lanjut, Jensen (1968) menekankan bahwa hasil penelitian kinerja *mutual funds* dimaksudkan untuk menilai kemampuan prediksi *security prices* dan *market factor* yang dinyatakan sebagai berikut:

It is importance to emphasize here again that the word "performance" is used here only to refer to a fund manager's forecasting ability."

(Itu adalah penting untuk ditekankan di sini lagi bahwa kata "kinerja" digunakan hanya untuk merujuk kepada kemampuan manajer investasi dalam peramalan).

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa 76 *mutual fund* menghasilkan *alpha* yang lebih kecil dari nol ($\alpha_j < 0$) sedangkan 39 *mutual fund* atau 34% dari total menghasilkan *alpha* yang lebih besar daripada nol ($\alpha_j > 0$). *Return mutual fund* dihitung setelah dikurangi dengan semua biaya-biaya operasional *mutual fund*.

Jensen's measure:

$$\text{Alpha} = \text{average return} - \text{expected return}$$

Hasil penelitian itu dapat disimpulkan bahwa rata-rata $\alpha = -0.011$, minimum $\alpha = -0,078$, dan maksimum $\alpha = 0,058$ per tahun. Berikut ini adalah pernyataan Jensen (1968):

The evidence on mutual fund performance discussed about indicates not only that those 115 mutual funds were on average not able to predict security prices well enough to outperform a buy-the-market-and-hold policy but also that there is very little evidence that any individual fund was able to do significantly than that which we expected from mere random chance.

(Bukti tentang kinerja reksa dana membahas tentang menunjukkan tidak hanya bahwa mereka 115 reksa dana yang rata-rata tidak mampu memprediksi harga keamanan cukup baik untuk mengungguli suatu beli - pasar- dan -memegang kebijakan-, tetapi juga bahwa ada sangat sedikit bukti bahwa dana individu mampu melakukan secara signifikan daripada yang kita harapkan dari kesempatan acak belaka).

Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa model α bagi rata-rata perubahan Reksa dana bukan hanya tidak dapat memprediksi harga saham secara lebih baik daripada *model buy and hold*, tetapi juga sedikit sendiri bukti bahwa kinerja dana individual dapat memberikan hasil yang lebih baik daripada perusahaan Reksa Dana, seperti yang diharapkan dalam penelitian secara acak oleh Jensen.

4. Treynor and Black's Model

Treynor and Black (1973: 66-86) menyelesaikan saham dalam *portofolio* dengan memperhatikan risiko pasar dan risiko spesifik, karena suatu saham selalu mengandung risiko pasar dan risiko spesifik. *Average return* setelah dikurangi dengan minimum *return* (CAPM) disebut α . Oleh karena itu, α_i tersebut harus dikoreksi dengan risiko spesifik (Muhammad Samsul, 2006: 368).

Model Treynor dan Black disebut juga dengan istilah *appraisal ratio* dengan rumus (Bodie et. al., 2002: 813) sebagai berikut:

$$\text{Appraisal Ratio} = \alpha_p / \sigma(e_p)$$

Di mana:

α_p = *alpha portofolio*

$\sigma(e_p)$ = *risiko spesifik portofolio, deviasi standar atas error*

Untuk memaksimalkan *active portfolio*, Miller (1999) memodifikasi rumus *appraisal ratio* menjadi berikut:

$$appraisal\ ratio = \alpha_i / \sigma^2(e_i)$$

Di mana:

α_i = *alpha saham individual*

$\sigma^2(e_i)$ = *risiko spesifik portofolio, yaitu variance atas error*

Risiko spesifik adalah *stock residual variance*, yaitu *variance* saham individual, (σ^2) dikurangkan *market variance* (σ_m^2) dikali kuadrat beta saham individual (β_i^2). *Specific risk* adalah risiko dari setiap jenis saham yang berbeda. Dengan demikian, rumus *specific risk* adalah:

$$\sigma^2(e_i) = \sigma_i^2 - \sigma_m^2 \beta_i^2$$

Selanjutnya dihitung perbandingan antara *alpha* dan *specific risk* dan diberi notasi *TB Weight*, yaitu $\alpha_i / \sigma^2(e_i)$. *TB Weight* merupakan rasio yang akan digunakan untuk menerima saham.

Berikut ini adalah pernyataan Bodie, et al. (2002:923):

Treynor and black developed an optimizing model for portfolio managers who use security analysis. It represents a portfolio management theory that assumes security markets are nearly efficient.

(Treynor and black mengembangkan suatu pengoptimalan bagi manajer portofolio yang menggunakan analisis keamanan. Ini merupakan teori manajemen *portofolio* yang mengasumsikan pasar keamanan hampir efisien).

Untuk memahami evaluasi kinerja Reksa Dana Saham menurut model *appraisal ration*, berikut ini diberikan contoh data empiris di Indonesia selama tahun 2003. Untuk menganalisis kinerja Reksa Dana Saham menurut model *appraisal ratio* dibutuhkan data seperti *alpha* dan *specific risk*. Model *appraisal ratio* atau disebut juga model *Treynor* dan *Black* merupakan kelanjutan dari model *Jensen*. Oleh karena itu, *alpha* diperoleh dengan cara penghitungan menurut model *Jensen*.

Variabel yang berkaitan dengan rumus *Treynor's model*, *Sharpe's model*, *Jensen's model*, dan *Treynor dan Black's model* adalah:

- a. *Return portfolio*, R_p
- b. *Average return portfolio* $\bar{R}_p$
- c. *Average risk free* $\bar{R}_f$
- d. *Average return market*, $\bar{R}_m$
- e. *Standard deviation return*, σ_p
- f. *Beta portfolio*, β_p
- g. *Minimum rate of return*, $E(R_p)$
- h. *Specific risk*, $\sigma^2_{(ei)} = \sigma^2_i - \sigma^2_m \beta_i^2$

F. *Return Portofolio*

Keputusan membeli atau menjual reksa dana diperlukan informasi mengenai kecenderungan harga akan naik atau akan turun. Apabila harga cenderung naik berarti keputusan yang diambil adalah *membeli*, sedangkan bila harga cenderung naik berarti ekspektasi *return* positif, dan bila harga cenderung menurun berarti ekspektasi *return negative*. *Return* adalah hasil investasi (*capital gain*) yang dinyatakan dalam presentasi model awal dan ditambah dividen yang diterima. *Capital gain* adalah selisih positif antara harga jual dikurangi harga beli. *Capital loss* adalah selisih negatif antara harga jual dan harga beli.

Dalam produk reksa dana, harga sama dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan identik dengan modal. NAB awal = NAB beli = modal awal, sementara NAB akhir = NAB jual = modal akhir.

$$Rp, \text{biaya transaksi diabaikan} = \frac{(NAB_{\text{jual}} - NAB_{\text{beli}} + \text{dividen})}{NAB_{\text{beli}}}$$

$$Rp, \text{ termasuk biaya transaksi} = \frac{(\text{NAB}_{\text{jual}} - \text{BJ}) - (\text{NAB}_{\text{beli}} + \text{BB}) + \text{dividen}}{(\text{NAB}_{\text{beli}} + \text{dividen})}$$

Di mana:

- Rp* = *return* reksa dana
NAB jual = Nilai Aktiva Bersih waktu menjual (harga jual)
BJ = biaya transaksi penjualan (bersifat mengurangi hasil penjualan)
NAB beli = Nilai Aktiva Bersih waktu membeli (harga beli)
BB = biaya transaksi pembelian (bersifat menambah harga pembelian)
Deviden = pembagian keuntungan yang diterima secara tunai

G. Biaya-Biaya dalam Reksa Dana

Dalam melakukan investasi, investor juga memperhatikan biaya yang dikenakan pada reksa dana. Biaya-biaya dalam reksa dana memiliki tiga komponen utama (Pratomo dan Nugraha, 2009: 60), yaitu biaya yang menjadi beban Manajer Investasi, biaya yang menjadi beban reksa dana dan biaya yang dibebankan pada investor. Beberapa jenis biaya yang timbul dalam mengelola reksa dana dibagi dalam beberapa kelompok, yaitu:

1. Biaya yang menjadi beban reksa dana terdiri dari:
 - a. Imbalan jasa manajer investasi, misalnya sebesar 2% per tahun dihitung dari jumlah NAB reksa dana.
 - b. Imbalan jasa Bank Kustodian, misalnya sebesar 0,20% per tahun dihitung dari jumlah NAB reksa dana.
 - c. Imbalan jasa untuk profesi akuntan publik, notaris, dan konsultan hukum setelah pernyataan pendaftaran reksa dana tersebut dianggap efektif oleh BAPEPAM.
 - d. Biaya operasional yaitu biaya transaksi efek (saham atau obligasi) dan juga registrasi efek dan biaya administrasi pembuatan dan pengiriman prospektus serta biaya pajak yang disebabkan oleh biaya-biaya yang disebutkan di atas.

2. Biaya yang menjadi beban Manajer Investasi. Tujuan pengelompokan biaya ini adalah supaya lebih jelas karena beban biaya Manajer Investasi juga cukup besar yang terdiri dari:
 - a. Biaya administrasi pendirian reksa dana (biaya konsultasi jasa profesi dan pembuatan dokumen dan kontrak hukum).
 - b. Biaya pemasaran dan biaya percetakan berbagai formulir administrasi.
 - c. Biaya yang menjadi beban pemilik unit penyertaan.
3. Biaya pembelian (*subscription fee*) untuk membeli unit penyertaan reksa dana tersebut ada yang berkisar sebesar 0,5%.
4. Biaya penjualan kembali (*redemption fee*) unit penyertaan reksa dana tersebut, misalnya apabila kurang dari 1 tahun, ada yang berkisar sebesar 1,5% atau maksimum Rp 25 Juta; antara 1 sampai 2 tahun berkisar sebesar 1% atau maksimum Rp 15 Juta; apabila lebih dari 2 tahun, tidak dikenakan biaya *redemption fee*.
5. Biaya pertukaran. Biaya ini timbul apabila pemegang unit penyertaan reksa dana X milik Manajer Investasi Y, ingin menukarkan unit penyertaan reksa dana X tersebut sebelum dilakukan penjualan ke jenis reksa dana lain yang masih satu produk reksa dana milik Manajer Investasi Y. Dalam hal ini bisa dikenakan biaya pertukaran, misalnya sebesar 0,2%.
6. Jenis pajak yang terdapat pada reksa dana:
 - a. Dividen, akan dikenai pajak berdasarkan PPh Tarif Umum [Pasal 4 (1) UU PPh].
 - b. Bunga obligasi, masih dianggap sebagai bukan objek pajak (selama 5 tahun pertama sejak reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif/ KIK menjadi efektif), dasar hukumnya adalah Pasal 4 (3) huruf j-UU PPh jo. PP 139 tahun 2000.
7. Bunga deposito, akan dikenakan pajak sebesar 20% (PPh Final), dasar hukumnya PP 131 Tahun 2000.
8. *Capital gain* saham di Bursa, akan dikenakan pajak 0,1% atas dasar PPh Final (PP 41 Tahun 1994 jo. PP 14 Tahun 1997).
9. Surat utang (*commercial paper*) akan dikenakan PPh Tarif Umum.
10. Bagian laba, termasuk pelunasan kembali (*redemption*), dianggap bukan objek pajak PPh [Pasal 4 (3) huruf h UU PPh]. Penentuan besaran pajak di atas berlaku standar pada setiap produk reksa dana yang ada di pasar modal Indonesia.

H. Tips Memilih Reksa Dana yang Tepat

Belajar dari naik turunnya industri reksa dana, maka bagi investor yang ingin sukses berinvestasi di reksa dana juga diperlukan beberapa kiat yang harus dicermati dalam memilih produk reksa dana, antara lain:

1. Sesuaikan dengan profil risiko Anda; Investasi pada reksa dana selain menjanjikan imbal hasil yang menarik, juga mempunyai risiko investasi, karena itu investor agar memilih produk yang sesuai dengan profil risikonya. Misalnya, bagi investor pemula yang konservatif bisa mencoba di jenis Reksa Dana Pasar Uang (RDPU) dan Reksa Dana Terproteksi (RDT) sementara bagi investor yang mengerti dan berpengalaman bisa memilih jenis Reksa Dana Saham (RDS) yang menjanjikan imbal hasil yang sangat menarik walaupun dengan tingkat risiko yang lebih tinggi.
2. Cek mengenai keabsahan/perizinan dari BAPEPAM-LK; Tujuannya: untuk memastikan Anda tidak membeli produk fiktif; agar mengecek izin Manajer Investasi serta Petugas Penjualnya (WAPERD); izin Produk Reksa Dananya ; dan bila Anda membeli lewat Bank - Agen Penjual, cek juga izinnya (APERD), tidak semua Bank di Indonesia mempunyai izin Agen Penjual Reksa Dana.
3. Cek rekam jejak pengelolanya - Manajer Investasi; Disamping untuk mengetahui kinerja para Manajer Investasi dalam meracik dan mengemas produk reksa dana juga untuk mengetahui apakah para pengelola investasi tersebut mempunyai kredibilitas yang baik, dan tidak pernah terkait dengan tindakan kejahatan atau penyelewengan di bidang keuangan.
4. Cek kinerja produknya. Secara umum, sebaiknya kita memilih produk yang sudah mempunyai catatan kinerja yang baik dalam beberapa periode kebelakang. Jangan lupa membandingkan kinerja reksa dana dengan kinerja tolak ukurnya, misal: kinerja Reksa Dana Pasar Uang (RDPU) biasanya dibandingkan dengan tingkat deposito satu bulan; sementara kinerja Reksa Dana Saham (RDS) dibandingkan dengan kinerja IHSG. Namun tetap diingat bahwa kinerja produk masa lalu bukan merupakan jaminan kinerja masa datang.
5. Cek dokumen produk dan laporan sebelum membeli reksa dana; Investor wajib membaca dan memahami prospektus reksa dana serta minta informasi lainnya, seperti Kinerja Produk Bulanan (*fund fact sheets*). Setelah membeli reksa dana, investor akan mendapatkan konfirmasi transaksi dari Bank Kustodian untuk memastikan bahwa transaksi/ investasi anda telah benar-

benar tercatat. Investor juga bisa memonitor kinerja produknya dari Laporan Bulanan maupun informasi harga NAB-nya di media massa.

Setelah memahami tips memilih produk reksa dana diatas, terakhir ada 2 (dua) hal yang terpenting, yaitu *Action and Dicipline*, artinya setelah dipelajari dan dipahami kita harus bertindak/menjalankannya dengan disiplin agar tujuan investasi kita bisa tercapai.

DAFTAR PUSTAKA

- Agusty, Ferdinand. 2002. *Analisis Regresi dan Structural Equation Model dalam Penelitian Manajemen*. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Anonim. 1990-2004. *Indikator Ekonomi Indonesia*, Jakarta. BPS Jakarta
- _____. 1983-2003. *Statistik Indonesia*. Jakarta. BPS Jakarta.
- _____. 1990-2004. *Laporan Perekonomian Indonesia*. Jakarta. BPS Jakarta.
- Astuty. 2002. "Pengaruh Tingkat Bunga, Inflasi dan Kurs terhadap Penanaman Modal Dalam Negeri di Indonesia." *Skripsi*. Makassar. Universitas Hasanuddin.
- Arman, Agus. 2008. "Penggunaan Surprise Faktor Makroekonomi Sebagai Penjelaras Perubahan *Return* Saham di Bursa Efek Indonesia." *Disertasi*, Surabaya. Universitas Airlangga.
- Basu, Swasta. 1977. "Investment Performance of Common Stock in Relation to Their Price Ratios: A Test of the Market Efficiency Hypothesis." *Journal of Finance*, Vol. 23.
- Beattie, R., dan C. R. Taylor. 1985. *The Economic of Production*. Montana State University.
- Berry, A. Michael, Edwin Burmeister, and Majorie B. Mc Elroy. 1988. "Sorting Out Risks Using Known APT Factors." *Financial Analysis Journal*, Vol. 44.
- Bilson, Chirs, Brailsford Tim, and Hooper Vince. 2001, "Selecting Macro Economic Variables as Explanatory Factors of Emerging Stock Market Return." *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. IX, No. 4.

- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers. 1988. *Principles of Corporate Finance*, Third Edition, Singapore. McGraw - Hill. Inc.
- Brigham, Eugene F., Louis C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition, Florida. The Dryden Press.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. 1989. *Investments*. Boston. Irwin - Homewood.
- Bodie Zwi, Alex Kane. 2008. *Investment*. Boston USA. Richard Irwin, Inc.
- _____. 1996. "Multifactor of Asset Pricing Anomalies." *Journal of Finance*, Vol. 51.
- _____. 1998. "Pengujian CAPM di BEJ Periode 1994-1997: Standard CAPM atukah Zero Beta?" *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 13, No. 4.
- Budiono, 1984. *Ekonomi Mikro*. Yogyakarta. Balai Penerbit FE-UGM.
- _____. 1992. *Teori Pertumbuhan Ekonomi*. Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi, No 4. Yogyakarta. BPFEUGM.
- Bursa Efek Indonesia, 2002. *JSX Monthly Statistik*, Vol. 6 No. 1 - 12.
- _____. 2003. *JSX Monthly Statistik*, Vol. 7 No. 1 - 12.
- _____. 2004. *JSX Monthly Statistik*, Vol. 8 No. 1 - 12.
- _____. 2005. *JSX Monthly Statistik*, Vol. 9 No. 1 - 12.
- _____. 2006. *JSX Monthly Statistik*, Vol.10 No. 1 - 12.
- _____. 2007. *JSX Monthly Statistik*, Vol.11 No. 1 - 12.
- _____. 2008. *JSX Monthly Statistik*, Vol.12 No. 1 - 12.
- _____. 2009. *JSX Monthly Statistik*, Vol.13 No. 1 - 12.

_____. 2010. *JSX Monthly Statistik*, Vol.14 No. 1 - 12.

Chandra, Prasanna. 2005. *Investment Analysis and Portfolio Management*. Second Edition, CFM-THM Professional Series in Finance, New Delhi, Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited.

Chan, Louis K.C., Yasushi Hamao, and Josef Lakonishok, 1993, "Can Fundamentals Predict Japanese Stock Returns?" *Financial Analyst Journal*, Vol. 49, No. 4 (July/August).

Damodaran, Aswath. 1996. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determine The Value of Any Asset*. New York. John Wiley & Sons, Inc.

Dornbusch, Rudiger dan Fischer Stanley, 1990. *Makro Ekonomi*, terj. Mulyadi. Jakarta. Erlangga.

Nasution, Darmin, 2011. *Pidato Gubernur Bank Indonesia*. Pertemuan Tahunan Perbankan. Jakarta.

Elton, J. Edwin and Gruber, J. Martin 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. USA. John Wiley and Sons.

_____. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, Yogyakarta, BPFE.

Elton, E. J., and Gruber, M. J., 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley and Son.

Erman, Rajagukguk, 2009. Pasar Modal dan Hukum Investasi. *Jurnal Nasional* Vol. 5.

Fabozzi, J. Frank. 1995. *Investmen Management*. First Edition. New York. Printice Hall.

Fakhrudin, Hendy M., 2008. *Go Publik, Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan*. Jakarta. PT. Elex Media Komputindo.

- Fama, Eugene F., 1990, "Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity", *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4 (September).
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2 (June).
- _____. "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns." *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1 (March).
- _____. 1996, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies." *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 1 (March).
- _____. 2001. "The Cross-Sectional of Expected Stock Return." *Journal of Finance*, Vol. 47.
- Francis, Jack, Clark. 1991. *Investments : Analysis and Management*. Fifth Edition, Singapore. McGraw-Hill. Inc.
- Gibson, Charles H. 1992, *Financial Statement Analysis, Using Financial Accounting Information*, Fourth Edition, Boston. Pws-Kent Publishing Company.
- Gudjarati, Damodar. 1978. *Ekonometrika Dasar*, terj. Sumarno Zain. Jakarta. Erlangga.
- _____. 1991, *Basic Econometrics*, Second Printing, New York, McGraw Hill.
- Hady, Hamdy. 2001. *Ekonomi Internasional: Teori dan Kebijakan Perdagangan Internasional*. Buku 1 Edisi Revisi. Jakarta. Ghalia Indonesia.
- Harrod and Domar. 1957. *Essays on the Theory of Economic Growth*. Oxford University Press.
- Haugen, Robert A. 1997. *Modern Investment Theory*. Fourth Edition, Prentice New Jersey. Hall, Inc.

- Husnan S. 1995. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP-AMP.
- Insukindro. 1991. "Regresi Linear Launcing Dalam Analisa Ekonomi : Suatu Tinjauan dengan Studi Kasus di Indonesia." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis di Indonesia*, Vol. 1.
- Investor Daily Indonesia, 2008. *Kebijakan Suku Bunga dan Sense of Crisis*. Jakarta.
- Jhingan. 1994. *Ekonomi Pembangunan dan Perencanaan*. Jakarta. Rajawali Press.
- Jogiyanto, H. M. 2003. *Theory Portofolio and Analysis Investment*. Edisi 3. Yogyakarta. BPFE.
- Jones, P. Charles. 2000. *Investment: Analisa and Management*. New York, USA. John Wiley & Sonc Inc.
- Jaffe, Jeffrey, Donald B. Keim, and Randolph Westerfield. 1989. "Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns." *Journal of Finance*, Vol. 44. No. 1 (March).
- Kadariah. 1984. *Teori Ekonomi Mikro*. Jakarta. Lembaga Penerbit FE-UI.
- Kadarusman Y. B. 2004. *Makro Ekonomi Indonesia*. Jakarta. PT. Gramedia Pustaka Utama dan LPE IBII.
- Kian, Wie Tree. 1981. *Pembangunan Ekonomi dan Pemerataan*. Yogyakarta. BPPE.
- Kusnadi. 1998. *Pengantar Ekonomi Makro*, Malang. Penerbit LP3ES Kerjasama Universitas Brawijaya.
- Lahiya. 2003. "Pengaruh Suku Bunga dan Kurs terhadap Investasi Sektor Industri di Propinsi Kalimantan Timur." *Tesis*. Makassar. Pascasarjana Universitas Hasanuddin.

- Lipsey, R. G, dan O. S. Peter, D. P. Douglas, D. P. 1987. *Pengantar Makroekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Madura, Jeff. 1997. *Manajemen Keuangan Internasional*. Jakarta. Penerbit Erlangga.
- Musselman, V, and Jackson, J. H. 1984. *Introduction to Modern Business*. Ninth Edition, Prentice Hall International Inc.
- Manurung, 2005. "Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Jakarta." *Journal of Finance*, Vol. 59.
- Hermanto dan Manurung. 2002. "Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Nilai Kurs Dolar Amerika, Jumlah Uang Beredar (M2), Pembelian Bersih Investor Asing di BEJ terhadap IHSG di BEJ Periode Januari 1998-Maret 2002." Edisi Agustus.
- Mustafa. 2003. "Pengaruh Pengeluaran Pemerintah dan Investasi Swasta terhadap PDRB di Kota Samarinda." *Tesis*. Makassar. Pascasarjana Universitas Hasanuddin.
- Markowitz, Harry. 1952. "Portfolio Selection." *Journal of Finance*, Vol. 7.
- _____. 1980. "An Empirical Investigation Arbitrage Pricing Theory." *Journal of Finance*, Vol. 35.
- Nanga, Muana. 2001. *Makro Ekonomi: Teori, Masalah dan Kebijakan*. Jakarta. PT. Raja Grafindo Persada.
- Nopirin. 1997. *Ekonomi Moneter*. Yogyakarta. BPPE.
- Nuralam. 2002. "Pengaruh Pengeluaran Pemerintah, Investasi Swasta dan Jumlah Kredit Perbankan di Sektor Pertanian terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Kota Samarinda." *Tesis*. Makassar. Pascasarjana Universitas Hasanuddin.

- Panetto, A. Rahman. 2001. "Moneter Internasional, Beberapa Kasus Krisis Moneter di Asia Tenggara dan Timur." *Laporan Penelitian*. Makassar. Universitas Hasanuddin.
- Partadiredjo, A., 1985. *Pengantar Ekonomi*. Yogyakarta. Balai Penerbit FE-UGM.
- Pascasarjana, 2008. *Pedoman Penulisan Tesis dan Disertasi*. Makassar. Pascasarjana Universitas Hasanuddin.
- Racbhini, Didik. 1994. *Deregulasi dan Kebijakan Ekonomi*. Jakarta. Penerbit Erlangga.
- Ram, Rati. 1986. "Government Size and Economic Growth : A New Frame Work and Some Empirical Evidence From Cross - Sectional and Time Series Data." *American Economic Review*, Vol 76, No. 1 March.
- Roll and Ross A. Stephen. 1986. "Economic Forces and the Stock Market." *Journal of Finance*, Vol 59.
- Republik Indonesia. 1995. *Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*.
- Samuelson, Paul A and Nordhaus, William., 1985. *Economics*. 12th Edition. USA. Mc Grow Hill Inc.
- Simanjuntak, Payaman J. 1998. *Pengantar Ilmu Ekonomi Sumber Daya Manusia*. Jakarta. LPFE-UI.
- Soekartawi, 1994. *Teori Ekonomi Produksi dengan Pokok Bahasan Analisis Fungsi Cobb-Douglas*. Jakarta. Penerbit PT Raja Grafindo.
- Sobri, 1997. *Ekonomi Makro*. Jakarta. BPFE-UI.
- Sugiyono. 2002. *Metode Penelitian Bisnis*. Edisi Keempat. Bandung. Alfabet.
- Sukirno, Sudono. 1999. *Pengantar Teori Ekonomi*. Jakarta. Bina Grafika.

- _____. 2000. *Makro Ekonomi Modern*. Jakarta. Raja Grafindo Persada.
- Suparmoko. 1992. *Pengantar Ekonomi Pembangunan*. Yogyakarta. BPFE UGM.
- Syarif, 2003. "Pengaruh Tingkat Bunga dan Kurs terhadap Pertumbuhan Ekonomi melalui Ekspor dan Investasi di Indonesia." *Tesis*. Makassar. Pascasarjana Universitas Hasanuddin.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, Jeffery V. Bailey. 1995. *Investment*. Fifth Edition. New Jersey. Prentice Hall Inc.
- Sangkoso, Prio Noor. 2004. "Implementasi Teori Portofolio untuk Investasi pada Reksadana Saham." *Journal of Finance*, Vol. 59.
- Samsul, Muhammad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Erlangga. Erlangga.
- Sharpe, W. 1970. *Portfolio Theory and Capital Markets*. Mc Graw Hill.
- Todaro, 2000. *Pembangunan Ekonomi Dunia Ketiga*. Alih Bahasa Burhanuddin Abdullah. Jakarta. Erlangga.
- Tim Peneliti Kementerian Keuangan. 2007. *Pengaruh Investasi Asing Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia*. Jakarta. Kementerian Keuangan.
- Usman, Wan. 1986. *Ekonomi Indonesia*. Jakarta. Penerbit PT. Karunia.
- Usman Marsuki, 1996. *Training Pasar Modal*. Semarang.
- Van, Horne J. 1995. *Financial Management and Policy*. Prentice Hall International
- Winardi, 1982. *Pengantar Ilmu Ekonomi*. Bandung. Tarsito.

TENTANG PENULIS



Dr. Sudirman, S.E., M.Si. yang menikah dengan Andi Julia Junus dan dikaruniai tiga orang anak, yaitu Andi Najwa Salsabila, Andi Hanin Azakira, dan Andi Aqilah Ihsatunniza. Saat ini adalah Dosen Tetap pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Sultan Amai Gorontalo. Ia meraih gelar Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi di STIE-YPUP Makassar tahun 2001, Program Akta Mengajar Empat (IV) tahun 2003 di Universitas Negeri Makassar; Magister (S2) tahun 2005 di Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar, dan Doktor (S3) tahun 2012 di almamater yang sama. Ia juga pernah mengajar di beberapa Perguruan Tinggi Swasta, seperti: Universitas Veteran Republik Indonesia (UVRI) Makassar, Universitas Muhammadiyah (Unismuh) Makassar, SITE Lasaran Garden Makassar, dan Universitas Ichsan Gorontalo.

Penulis aktif pada beberapa organisasi profesi, seperti Direktur Eksekutif Darma Nusantara Indonesia Institut (DAMAI); Jurnalis Pasar Modal Indonesia; Direktur Eksekutif Pusat Studi Pengelolaan Keuangan Daerah dan Ekonomi Kerakyatan Makassar; Pengurus Ikatan Ahli Ekonomi Islam (IAEI) Wilayah Gorontalo; Pengurus Masyarakat Ekonomi Syariah (MES) Wilayah Gorontalo. Selain itu aktif pula dalam berbagai seminar, lokakarya, *workshop*, dan forum diskusi bertaraf nasional maupun internasional, baik sebagai narasumber maupun peserta.

Berbagai karya tulis telah dihasilkan, baik berbentuk penelitian, jurnal maupun buku, antara lain: (a) Obligasi Syariah: Prospek dan Tantangannya di Indonesia; (b) Pengaruh Jumlah Uang Beredar dan Inflasi terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia; (c) Pengaruh Suku Bunga Deposito terhadap Kinerja Pasar Modal Indonesia; (d) Pengaruh Perubahan Investasi Asing terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia; (e) Pengaruh Nilai Tukar Rupiah Tengah US Dollar terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia.

