

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan bagian dari pasar finansial, yaitu yang berhubungan dengan permintaan dan penawaran akan dana jangka panjang. Dengan demikian, pasar modal mempunyai dua fungsi yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Fungsi ekonomi berarti mengalokasikan dana secara efisien dari pihak yang kelebihan dana kepada pihak yang kekurangan dana. Fungsi keuangan adanya kemungkinan untuk memperoleh imbalan bagi pemilik dan, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.

Dilihat dari perkembangannya pasar modal banyak tergantung dari tersedianya permintaan dan penawaran akan sekuritas yang diperdagangkan, ini berarti harus banyak perusahaan yang bersedia menerbitkan sekuritas dan tersedia pemodal yang cukup untuk membeli sekuritas tersebut.

Keputusan untuk membeli sekuritas sangat dipengaruhi informasi yang tersedia. Untuk itu, informasi tersebut haruslah merupakan informasi yang benar-benar dapat dipercaya. Agar suatu informasi benar-benar dapat dipercaya diperlukan suatu efisiensi informasional dan efisiensi perdagangan. Efisiensi informasional merupakan suatu keadaan dimana informasi yang diperlukan pemodal untuk mengambil keputusan tersedia secara lengkap, cepat dan murah, sehingga harga sekuritas mencerminkan informasi yang relevan, sedangkan efisiensi perdagangan merupakan suatu keadaan dimana dalam transaksi perdagangan sekuritas dilakukan dengan cepat dan biaya yang murah.

Perlunya efisiensi perdagangan menyebabkan diperlukannya berbagai lembaga penunjang pasar modal (Badan Pengawas Pasar Modal/Bapepam), bursa, lembaga penyelesaian transaksi, sampai dengan lembaga profesi (akuntan, konsultan hukum, appraisal, dan sebagainya), sehingga informasi yang disampaikan ke publik harus dapat dipercaya dan transaksi dapat dilaksanakan dengan cepat (Suad Husnan, 1993 : 213).

Atas dasar ini muncul konsep efisiensi pasar modal. Secara mikro, konsep pasar modal apakah harga sekuritas mencerminkan informasi yang relevan, sedang secara makro menyangkut seberapa jauh pasar modal bisa memobilisir dana masyarakat (Suad Husnan,, 1993 : 214).

Pasar modal dikatakan efisien bila informasi dapat diperoleh dengan mudah dan murah oleh para pemodal, sehingga semua informasi yang relevan dan terpercaya telah tercermin dalam harga-harga saham (Brealey/Myers, 1988 : 281-282). Sebagian besar saham dihargai dengan tepat dan pemodal dapat memperoleh imbalan normal dengan memilih secara acak/random saham-saham dalam kelompok risiko tertentu (Fuller/Farrell : 98). Dan karena penyampaian informasi begitu sempurna, tidak mungkin bagi pemodal manapun untuk memperoleh laba ekonomi (imbalan abnormal) dengan memanipulasikan informasi yang tersedia khusus baginya (Jansen/Smith :3).

Istilah efisiensi pasar modal menunjukkan bahwa informasi yang relevan mengenai pasar modal secara luas dan murah tersedia bagi para investor. Oleh karena itu dalam pasar modal yang efisien transaksi jual beli surat berharga merupakan transaksi dengan net present value nol (Breley and Myers, 1984 : 266). Ada tiga tingkatan efisiensi pasar modal menurut Eguene Fama (1970) yaitu :

a. Weak Form Efficiency

Efisiensi pasar bentuk lemah mengandung arti bahwa kelebihan pendapatan atau pendapatan yang abnormal tidak dapat diperoleh atas dasar informasi historis mengenai harga dan pendapatan. Ini berarti bahwa pola historis dari harga atau pendapatan atas saham tidak akan memberikan dasar bagi peramalan yang paling baik tentang harga atau pendapatan yang akan datang. Ramalan dari efisiensi bentuk lemah bertentangan langsung dengan kegiatan para peramal saham (chartists) atau analisis teknis.

b. Semi Strong Form Efficiency

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat berarti bahwa para investor tidak dapat memperoleh keuntungan di atas normal berdasarkan atas informasi umum yang tersedia. Contoh informasi umum mencakup laporan tahunan dari perusahaan, pers keuangan dan sebagainya. Efisiensi pasar setengah kuat menentang bahwa harga yang ada menggambarkan semua informasi umum, baik atau buruk.

Semua informasi yang diketahui sekarang ini di pasar telah dimasukkan dalam harga pasar sekarang. Terkecuali kenaikan yang depan diramalkan yang merupakan bagian dari pendapatan normal atau surat berharga, maka harga hanya berubah apabila datang informasi baru. Pandangan efisiensi pasar bentuk setengah kuat berpendapat, bahwa para analisis fundamental akan mempunyai pendapatan sepadan dengan kemampuan mereka mengevaluasi data umum yang tersedia.

c. Strong Form efficiency

Efisiensi pasar bentuk kuat mengandung arti bahwa kelebihan pendapatan tidak dapat diperoleh dengan menggunakan setiap sumber

informasi, tanpa menghiraukan apakah informasi itu tersedia secara umum atau tidak. Ini berarti bahwa pada umumnya orang dalam perusahaan tidak akan mampu memanfaatkan informasi yang mereka terima sebelum disiarkan secara umum. Teorinya adalah, bahwa persaingan antara mereka dengan informasi dari orang dalam secara cepat sekali akan menghasilkan keseimbangan tidak akan memberikan kesempatan untuk memperoleh pendapatan di atas rata-rata.

Dari bentuk-bentuk efisiensi pasar, baik itu bentuk lemah serta bentuk setengah kuat, ada beberapa persyaratan yang perlu dipenuhi agar suatu pasar modal dikatakan efisien yaitu tidak ada biaya transaksi, informasinya bebas, adanya pembeli dan penjual dalam jumlah besar, dan tersedia jumlah sekuritas yang cukup.

Konsep efisiensi pasar modal dapat menjelaskan perilaku harga saham, apakah harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang ada mencakup informasi harga saham yang lalu, informasi yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan. Disamping itu, dijadikannya harga saham yang diharapkan sebagai penaksir yang tidak bias dari harga saham yang benar-benar terjadi, dapat digunakan sebagai pedoman untuk menganalisa keberadaan konsep efisiensi pasar modal di Indonesia, yaitu sebagai pedoman untuk mengetahui apakah ada faktor-faktor yang tidak terestimasi yang mempengaruhi konsep tersebut. Hal-hal tersebut di atas membawa dampak pada pasar modal Indonesia yang juga berfungsi sebagai alternatif dalam memperoleh dana dari perbankan.

Yang menarik dari konsep efisiensi pasar modal adalah, jika konsep ini berlaku, baik para pemilik modal maupun perusahaan penerbit saham, akan

menghadapi harga yang wajar dan merupakan sumbangan bagi perkembangan pasar modal sebagai institusi yang memobilisasi dana masyarakat. Lebih jauh terdapat implikasi terhadap berbagai kelompok, yaitu analis sekuritas, para pemilik modal, akuntan dan pihak-pihak yang bertanggung jawab pada perkembangan pasar modal dan pembangunan ekonomi nasional.

Sejak berdiri pada tanggal 10 Agustus 1977 pasar modal masih sepi dari kegiatan perdagangan. Baru setelah tahun 1988, pasar modal Indonesia mengalami perkembangan yang pesat. Hal ini dapat dilihat dari jumlah perusahaan yang go public, jumlah saham yang dicatatkan di pasar modal dan aktivitas perdagangan sekuritas di pasar modal, yang ketiganya tercermin dalam indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta. Hal ini tidak terlepas dari usaha-usaha pemerintah untuk selalu meningkatkan perkembangan pasar modal melalui penciptaan iklim berusaha yang menguntungkan, melalui pembinaan lembaga yang aktif dalam kegiatan pasar modal, dan memberikan keringanan pajak bagi perusahaan yang bersedia menawarkan sekuritas-sekuritasnya pada masyarakat.

Salah satu kunci keberhasilan pasar modal Indonesia adalah semakin dibebaskannya kekuatan pasar dan mengembangkan dinamika pasar modal. Faktor-faktor yang mendukung ke arah tersebut adalah :

1. Paket Desember I tahun 1987.

Fluktuasi harga 4% sehari sebagai batas dicabut, dan harga bebas bergerak sesuai dengan dinamika supply dan demand. Investor asing mulai dibolehkan membeli saham 49% dari total paid up capital dari saham yang didaftar.

2. Paket Oktober 1988 dan Paket Desember 1988.

Penggunaan pajak atas bunga deposito memungkinkan diterapkannya *equal treatment* antara penghasilan dari pasar modal dengan penghasilan dari pasar uang. Selain itu dimungkinkan partisipasi swasta dalam bursa, yang tercermin dengan pembentukan bursa paralel di Jakarta dan Surabaya.

Semua faktor itu bersama-sama dengan kondisi makro ekonomi yang membaik dan minat asing yang kuat, mencakup sebagai investor maupun pelaku lain secara efektif menguatkan perkembangan bursa yang melejit lewat kapitalisasi pasar dan jumlah perusahaan yang terjun ke pasar modal.

Karena itu tidak mengherankan bahwa di era setelah tahun 1988 ini, kegiatan pasar modal sangat bergemuruh dan gemerlapan. Bursa efek berkembang sangat pesat. Bahkan disebut-sebut waktu itu bahwa Bursa Efek Jakarta merupakan bursa yang berkembang tercepat di dunia. Walaupun membuktikan kebenarannya anggapan tersebut masih diperlukan data empiris yang lebih mendalam. Yang jelas kelihatan waktu itu bahwa banyak perusahaan antri untuk masuk bursa. Para investor domestik juga ramai ikut bermain di bursa saham, sementara para investor asing berebutan membeli efek sebelum jatah asingnya habis. Dalam hal ini, pihak asing pada umumnya hanya diperkenankan untuk membeli saham hanya 49% dari saham yang listing, kecuali untuk saham-saham emiten perbanakan yang tertutup sama sekali untuk investor asing. (Pasar modal modern, Munir Fuady, S.H.,M.H.,I.L.L.M hal 25)

Sampai tahun 1990 jumlah perusahaan yang *go publik* mencapai angka 124 dengan jumlah saham tercatat sebesar 1.338.225 juta lembar saham. Tidak mengherankan bila majalah Time seperti yang dikutip oleh Syarif, menyebutkan bahwa pasar modal yang dinamis di dunia. Namun perkembangan ini pun ternyata tidak berjalan mulus, sebab dari 124 perusahaan *go publik* tersebut, dalam perjalanannya hanya 45 perusahaan yang harga sahamnya mampu bertahan diatas harga perdana (33,7%), bahkan sampai dengan 5 Juli 1991 tercatat 28 perusahaan *go public* telah mencapai penurunan di atas 50% dari harga perdana.

Tabel : 1.1 Perkembangan jumlah perusahaan, nilai saham, dan pertumbuhan nilai di Bursa Efek Jakarta 1977 - 1999

Tahun	Jumlah Perusahaan	Saham Terdaftar (lembar)	Kapitalisasi (dalam jutaan Rp)	Pertumbuhan Nilai
1977	1	260.260	2.730	-
1978	1	230.260	4.050	48,4 %
1979	3	8.158.116	23.950	490,9 %
1980	6	14.588.116	41.040	71,5 %
1981	8	28.988.128	48.600	18,5 %
1982	14	39.948.208	99.600	104,3 %
1983	23	56.551.208	102.660	3,5 %
1984	24	57.498.184	91.060	-11,3 %
1985	24	57.827.872	89.330	-1,9 %
1986	24	58.567.592	94.230	5,5 %
1987	24	59.549.311	100.095,20	6,3 %
1988	24	73.824.043	449.237,23	348,8 %
1989	51	297.766.267	4.309.444,18	859,3 %
1990	124	1.338.225.150	14.186.633,98	229,2 %
1991	139	3.768.454.279	16.435.891,90	15,9 %
1992	153	6.253.916.811	24.839.446,04	51,2 %
1993	172	9.067.164.811	69.299.599,70	179 %
1994	217	23.854.339.821	103.835.241,14	49,9 %
1995	230	45.794.658.125	152.246.463,30	39 %
1996	253	77.240.833.399	215.026.098,08	41,4 %
1997	282	135.668.883.399	159.026.098,63	-26 %
1998	288	170.549.000.000	175.729.000,00	9,9%
1999	275	558.750.000.000	416.062.000,00	14,6%

Perkembangan pasar modal tersebut telah pula membuka kesadaran pada dua sisi kekuatan pasar. Pada sisi permintaan dana, dunia usaha semakin sadar atas eksistensi pasar modal sebagai sumber dana dan sebagai wahana dalam mencapai struktur modal yang sehat. Pada sisi penawaran dana, masyarakat investor, baik individu maupun lembaga juga semakin sadar akan kehadiran pasar modal, yang bila diikuti secara seksama dan analisa secara tepat, dapat berfungsi sebagai sarana investasi yang memberikan return yang cukup tinggi, dan dapat merupakan alat pengambilan keputusan investasi yang sehat.

Perbaikan struktur kelembagaan dan mekanisme yang mendasar akhirnya lahir, dibidani oleh Keputusan Presiden No. 53/1990 dan Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/MK.13/1990. Bursa pasar modal mulai diserahkan kepada swasta, yaitu PT. Bursa Efek Jakarta, dan Bapepam lebih memfungsikan diri sebagai pembina, pengatur, dan pengawas bursa. Sebagai hasil akhir upaya pemerintah mengatur pasar modal secara lebih komprehensif di Indonesia adalah, lahirnya Undang-Undang Nomor. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, yang berlaku mulai 1 Januari 1996.

Sebagai perusahaan penyedia fasilitas perdagangan sekurtis, PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) memperlihatkan perkembangan pesat, sehingga bursa efek yang paling mudah ini sekarang mampu menjadi bursa yang utama di Indonesia. Pesatnya perkembangan indikator BEJ yang terus membaik dari tahun ke tahun (lihat tabel : 1.1.).

Berbagai penyempurnaan fasilitas perdagangan efek juga terus dilakukan. Selain fasilitas efek, peraturan dan pencatatan saham di BEJ, tampak terus disempurnakan. Ditambah lagi dengan penerapan teknologi mutakhir seperti sistem otomasi perdagangan saham yang dikenal dengan nama Jakarta Automated Trading System (JATS), maka jumlah pesanan akan meningkat, biaya transaksi perunit dan kesalahan oleh manusia bisa ditekan serta pialang mempunyai kesempatan yang sama dalam memasukkan pesanan dan memperoleh informasi.

Kehadiran UU No. 8/199 tentang pasar modal diharapkan mampu mengangkat perkembangan bursa pasar modal di Indonesia, dimana sasaran-sasaran yang ingin dicapai oleh undang-undang tersebut menurut ketentuan Bapepam, adalah antara lain menciptakan kerangka hukum yang kuat di bidang pasar modal, meningkatkan transparansi dan memberikan jaminan perlindungan hukum bagi investor, meningkatkan profesionalisme pelaku pasar modal, menciptakan sistem perdagangan yang aman, tertib, efisien dan likuid, serta memberikan kesempatan investasi bagi para investor kecil.

Untuk itu pasar modal harus benar-benar merupakan tempat perdagangan aset finansial yang dapat memberikan informasi yang cukup tentang kualitas, kelengkapan, ketepatan waktu, tingkat kompetitif dan efisiensinya seseorang investor yang akan melakukan investasi di bursa pasar modal. Pasar modal dituntut dapat memberikan pelayanan secara terbuka, tertib, dan efisien agar tercipta pasar yang likuid dan harga yang wajar, serta dapat membantu pembelanjaan perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka menarik adanya untuk mengkaji perkembangan pasar modal Indonesia dan menganalisis bentuk efisiensi pasar modal di Indonesia.

B. Perumusan Masalah

Dari latar belakang yang tersebut di atas, maka peneliti ingin lebih lanjut memberikan gambaran mengenai perkembangan efisiensi pasar modal Indonesia. Adapun permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah bentuk lemah efisiensi pasar modal berlaku di PT Bursa Efek Jakarta dilihat dari hubungan seri waktu variabel Indeks Harga Saham Gabungan?
2. Apakah bentuk setengah kuat efisiensi pasar modal berlaku di PT Bursa Efek Jakarta dilihat dari hubungan seri waktu variabel tingkat pengembalian indeks Harga Saham Gabungan?

C. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilaksanakan dengan tujuan sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui apakah bentuk lemah efisiensi pasar modal berlaku di PT. Bursa Efek Jakarta dilihat dari hubungan seri waktu variabel Indeks Harga Saham Gabungan.

2. Untuk mengetahui apakah bentuk setengah kuat efisiensi pasar modal berlaku di PT. Bursa Efek Jakarta dilihat dari hubungan seri waktu variabel tingkat pengembalian Indeks Harga Saham Gabungan.

D. Kegunaan Penelitian

Kegunaan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi peneliti.
 - a. Untuk memenuhi salah satu persyaratan guna memperoleh gelar sarjana ekonomi pada fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.
 - b. Diharapkan dapat meningkatkan pengetahuan mengenai pasar modal bagi penulis dan mahasiswa yang lain.
2. Bagi pihak-pihak yang terkait.
 - a. Penelitian ini diharapkan dapat menambah keputusan yang berkaitan dengan permasalahan pasar modal.
 - b. Dari hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para pembuat kebijakan dalam pengambil keputusan, khususnya yang berkaitan dengan pasar modal.

E. Hipotesa Penelitian

Sebagai pedoman dalam melakukan penelitian, maka disusun hipotesis sebagai berikut :

1. Diduga, bahwa hubungan seri waktu variabel Indeks Harga Saham Gabungan adalah tidak berbeda secara signifikan dari nol, atau mengikuti pola *random walk*, yang menunjukkan bahwa bentuk lemah efisiensi pasar modal berlaku di PT Bursa Efek Jakarta.
2. Diduga, bahwa hubungan seri waktu variabel tingkat pengembalian Indeks Harga Saham Gabungan adalah berbeda secara signifikan dari nol, yang menunjukkan bahwa bentuk setengah kuat efisiensi pasar modal tidak berlaku di PT Bursa Efek Jakarta.

F. Metodologi Penelitian

Untuk mendapatkan data-data yang diperlukan untuk penelitian ini, berdasar atas analisis data sekunder kurun waktu bulanan mulai dari Juli 1992 -- Desember 1999. Data sekunder ini diperoleh dari laporan-laporan yang diterbitkan baik oleh PT Bursa Efek Jakarta maupun Bapepam serta dari sumber lain seperti majalah, surat kabar, dan juga bacaan lain yang dianggap relevan dengan masalah yang diamati dan dianalisis.

Penelitian dan penganalisisan selanjutnya dengan menggunakan teori ekonomi, teori statistik, dan teori ekonomika dengan lebih menekankan pada model analisis runtut waktu (*time series analysis*).

Tingkat pengembalian IHSG atau *return* diperoleh dengan membandingkan antara selisih IHSG saat ini dan IHSG periode sebelumnya.

$$R_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana :

R_t = Tingkat pengembalian IHSG

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada saat t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada saat t-1

Dalam perhitungan ini sesuai dengan kriteria sampel yang hanya mencakup indeks Harga Saham Gabungan, dan tujuan penelitian yaitu melihat koefisien autokorelasi dari indeks Harga Saham Gabungan.

1. Teknik Analisa Data

Untuk mencapai tujuan penelitian dan mengujinya maka dalam penelitian ini, disamping teori ekonomi digunakan pendekatan ekonometrika, yaitu berupa pendekatan analisis seri waktu (*time series analysis*). Dari analisis seri waktu dapat diketahui hubungan statistik yang baik antara nilai-nilai dari variabel yang sama tetapi pada periode waktu yang berbeda.

Variabel-variabel yang diamati dan dianggap sanggup untuk menerangkan masalah efisiensi pasar modal dan disesuaikan dengan tujuan dan penelitian, maka diusulkan model penelitian sebagai berikut :

$$IHSG_t = f(IHSG_{t-1}, IHSG_{t-2}, \dots, IHSG_{t-n}, u_t) \text{ dan}$$

$$R_t = f(R_t, R_{t-1}, R_{t-2}, \dots, R_{t-n}, u_t)$$

Model diestimasi dengan analisis Univariate Box-Jenkins (UBJ). Model UBJ pada dasarnya merupakan model seri waktu yang semata-mata didasarkan pada nilai variabel yang sama pada waktu yang berbeda, atau sering juga disebut model Auto-Regressive Integrated Moving Average atau ARIMA (p, d, q), dimana :

P = jumlah putaran autoregressive (AR)

D = jumlah differencing agar data menjadi stationer

Q = jumlah putaran moving average (MA)

Dalam model UBJ digunakan untuk seri data yang stationer, yaitu seri waktu yang stationer mempunyai rata-rata, varians, dan fungsi autokorelasi yang konstan sepanjang waktu. Secara matematis adalah sebagai berikut :

$$E (Y_t) = \mu$$

$$\text{Var} (Y_t) = (y_t - \mu)^2 = \sigma^2$$

$$\gamma_k = E [(Y_t - \mu) (Y_{t+k} - \mu)]$$

Untuk menghindari data yang non-stationer yang disebabkan oleh varians yang tidak konstan, maka model ditransformasikan dalam bentuk logaritma menjadi :

$$\text{Log IHSG}_t = f (\text{log IHSG}_{t-1}, \text{log IHSG}_{t-2}, \dots, \text{log IHSG}_{t-n}, v_t) \text{ dan}$$

$$\text{Log R}_t = f (\text{log R}_{t-1}, \text{log R}_{t-2}, \dots, \text{log R}_{t-n}, v_t)$$

Langkah dari metode Box-Jenkins adalah identifikasi, yaitu proses untuk mengubah suatu seri data yang non-stationer menjadi data stationer dengan melakukan *differencing*, yaitu menghitung perubahan atau selisih nilai observasi. Nilai selisih yang diperoleh diperiksa lagi, jika data masih belum stationer maka *differencing* terus dilakukan sampai data menjadi stationer.

Differencing dilakukan dengan metode *unit root test*, yaitu :

$$\Delta \text{log IHSG}_t = \delta \text{log IHSG}_{t-1} + v_t$$

$$(\text{log IHSG}_t - \text{log IHSG}_{t-1}) = \delta \text{log IHSG}_{t-1} + v_t \text{ dan}$$

$$\Delta \text{log R}_t = \delta \text{log R}_{t-1} + v_t$$

$$(\log R_t - \log R_{t-1}) = \delta \log \text{IHSG}_{t-1} + v_t$$

Nilai t hirung diuji dengan mengikuti nilai τ (tau) statistik, karena pada analisis seri waktu, t statistik tidak mengikuti *student's distribution*.

Pengujian τ test (Dickey-Fuller test atau DF test) adalah :

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_1 : \delta \neq 0$$

$$\tau_{hitung} = \frac{\delta}{Se(\delta)}$$

Dimana :

δ = Penaksiran koefisien

$Se(\delta)$ = Standard error (δ)

Dengan tingkat keyakinan tertentu dai nilai τ (tau) kritis, maka bila τ hitung < τ kritis maka hipotesis H_0 diterima, yang berarti bahwa data seri waktu adalah nonstationer.

Setelah melakukan *differencing* dan data telah menjadi stationer maka langkah selanjutnya dari model UBJ adalah melakukan penafsiran terhadap model, sekaligus dilakukan pengujian matematis / statistik terhadap model dan koefisien. Ada tiga kemungkinan bentuk dari model untuk data yang stationer, yaitu :

a. Autoregressive (AR) model

Untuk model AR (p), yaitu :

$$\log \text{IHSG}_t = \theta_0 + \theta_1 \log \text{IHSG}_{t-1} + \theta_2 \log \text{IHSG}_{t-2} + \dots + \theta_p \log \text{IHSG}_{t-p} + e_t$$

Dan

$$\text{Log } R_t = \theta_0 + \theta_1 \log R_{t-1} + \theta_2 \log R_{t-2} + \dots + \theta_p \log R_{t-p} + e_t$$

Dengan kriteria atau batasan lag tertentu (p) yang digunakan adalah yang menghasilkan nilai kesalahan kuadrat rata-rata (MSE) terkecil.

b. Moving Average (MA) Model.

Model MA mengidentifikasi tentang hubungan dari variabel pengganggu, sehingga untuk model MA (q), model menjadi :

$$\text{Log IHSG}_t = e_t - \hat{\delta}_1 e_{t-1} - \hat{\delta}_2 e_{t-2} - \dots - \hat{\delta}_q e_{t-q}$$

Dengan kriteria atau batasan lag tertentu (q) yang digunakan adalah yang menghasilkan nilai kesalahan kuadrat rata-rata (MSE) terkecil.

c. Autoregressive-Moving Average (ARMA) Model.

Model ARMA merupakan gabungan kedua model AR dan MA, maka model ini dinyatakan dalam bentuk ARMA (p, q), sehingga model menjadi :

$$\text{Log IHSG}_t = \theta_0 + \theta_1 \log \text{IHSG}_{t-1} + \theta_2 \log \text{IHSG}_{t-2} + \dots + \theta_p \log \text{IHSG}_{t-p} + e_t - \hat{\delta}_1 e_{t-1} - \hat{\delta}_2 e_{t-2} - \dots - \hat{\delta}_q e_{t-q}$$

Dan

$$\text{Log } R_t = \theta_0 + \theta_1 \log R_{t-1} + \theta_2 \log R_{t-2} + \dots + \theta_p \log \text{IHSG}_{t-p} + e_t - \hat{\delta}_1 e_{t-1} - \hat{\delta}_2 e_{t-2} - \dots - \hat{\delta}_q e_{t-q}$$

Hubungan antara harga pada periode t dengan harga pada periode t-n diman n = 1, 2, 3, ... dinyatakan melalui koefisien θ untuk model AR, koefisien $\hat{\delta}$ untuk model MA. Dengan demikian hipotesis nol yang akan diuji adalah :

a. Jika model yang digunakan adalah AR :

$$H_0 : \theta_1 = 0$$

$$H1 : \theta_1 \neq 0$$

b. Jika model yang digunakan adalah MA :

$$Ho : \partial_1 = 0$$

$$H1 : \partial_1 \neq 0$$

c. Jika model yang digunakan adalah ARMA :

$$Ho : \theta_1 = 0$$

$$Ho : \partial_1 = 0$$

$$H1 : \theta_1 \neq 0$$

$$H1 : \partial_1 \neq 0$$

Dimana $i = 1, 2, 3, \dots, n$

Ketiga hipotesis tersebut digunakan pada variabel IHSG dan variabel tingkat pengembalian IHSG. Ketiga hipotesis ini diuji dengan uji statistik t :

$$\tau_{hitung} = \frac{b}{Se(b)}$$

dimana :

b = Penaksir koefisien θ_1 dan atau ∂_1

Se (b) = Standard error θ dan atau ∂_1

df = Derajat kebebasan

n = Jumlah observasi

k = jumlah variabel

Dengan tingkat keyakinan (α) sebesar 5 %, dan $df = n - k$, maka apabila nilai t berbeda dengan nol. Kesimpulannya adalah apabila koefisien tidak beerbeda dari nol maka pasar modal justru berada dalam keadaan efisien dalam bentuk lemah dan atau setengah kuat, karena perubahan harga adalah independen sesuai dengan yang dihipotesiskan oleh model *fair game*.

Langkah terakhir dari metode UBJ adalah pengecekan diagnostic (*diagnostic cheking*), dimana pengujian bertujuan untuk mengecek kecukupan *white noise* dari residual suatu persamaan/ model. *White noise* artinya adalah suatu seri data residual terdistribusi secara independen dan identik, yaitu dimana besarnya mean adalah nol ($E(e_t) = 0$), dan besarnya varians adalah konstan ($E(e_t^2) = \sigma_e^2 < \infty$), dan $E(e_t e_{t-s}) = 0$ untuk $s \neq 0$).

Pengujian kecukupan model dilakukan dengan metode *Ljung-Box test statistic*, yaitu :

$$LjB = T^d \sum_{k=1}^K \frac{r_k^2}{T-k}$$

dimana :

T = Jumlah observasi

D = Banyaknya melakukan *differencing*

T = T - d = Jumlah observasi setelah didifferencing d kali

R = Residual

K = Jumlah autokorelasi (korelasi residual) terpilih = *preselected number of autocorrelation*

Dengan hipotesis nol yang diuji adalah :

Ho : residual merupakan *white noise*

H1 : residual bukan merupakan *white noise*

Pengujian residual dilakukan dengan metode distribusi *chi-square*, dengan K-p-q sebagai derajat kebebasannya. Bila $LJB < \chi^2_{tabel}$, maka Ho diterima, yang berarti residual telah merupakan *white noise*.

Proses ini adalah iteratif, dalam arti jika model ternyata tidak memuaskan maka harus kembali ke tahap identifikasi dan mengulang proses.

BAB II

LANDASAN TEORI

A. TEORI INVESTASI

1. Pengertian Investasi

Investasi adalah pengeluaran yang ditujukan untuk meningkatkan atau mempertahankan stok barang modal (Dornbush – Fischer, 1993 : 268). Stok barang modal terdiri dari pabrik, mesin, kantor dan produk-produk tahan lama lainnya yang digunakan dalam proses produksi. Barang modal juga meliputi perumahan tempat tinggal dan juga persediaan. Investasi adalah pengeluaran yang ditambahkan pada komponen-komponen barang modal ini (Dornbush – Fischer, 1993 : 268).

Investasi menurut Sadono Sukirno adalah pengeluaran atau pembelanjaan modal untuk membeli barang-barang modal dan perlengkapan-perengkapan produksi untuk menambah kemampuan memproduksi barang-barang dan jasa-jasa yang tersedia di dalam perekonomian. Jadi investasi merupakan salah satu kegiatan untuk memperoleh modal. Pertambahan jumlah barang modal ini memungkinkan perekonomian tersebut menghasilkan lebih banyak barang dan jasa di masa yang akan datang. Pencatatan nilai penanaman modal yang dilakukan dalam suatu tahun tertentu yang digolongkan sebagai investasi meliputi : (i) pengeluaran pembelian berbagai jenis barang modal, yaitu mesin-mesin dan peralatan produksi lainnya untuk mendirikan berbagai jenis industri dan

perusahaan, (ii) pembelanjaan untuk membangun rumah tinggal bagi karyawan, bangunan kantor, bangunan pabrik, dan bangunan lainnya, dan (iii) penambahan nilai stok barang-barang yang belum terjual, bahan mentah dan barang-barang yang masih dalam proses produksi pada akhir tahun perhitungan pendapatan nasional.

Karenanya modal mempunyai kedudukan yang istimewa dalam pembangunan, sebab dengan tercukupinya modal dapat membantu penciptaan faktor-faktor administrasi pemerintahan yang efisien, modernisasi sektor industri, dan pengembangan sektor pertanian memerlukan tenaga ahli, tenaga usahawan, dan perkembangan maupun perbaikan berbagai jenis sarana dan prasarana pembangunan (Sadono Sukirno, 1985 : 351).

2. Hubungan Tingkat Bunga dengan Investasi

Dalam melakukan kegiatan investasi dalam rangka untuk pengumpulan modal, tidak terlepas hubungannya dengan tingkat bunga. Tingkat bunga pada hakekatnya adalah harga yang terjadi di pasar uang dan pasar modal. Karena tingkat bunga mempunyai fungsi alokatif dalam perekonomian khususnya dalam penggunaan uang dan modal (Nopirin, 1985 : 4).

Menurut kaum Klasik, tingkat bunga merupakan hasil interaksi antara tabungan dan investasi. Tabungan adalah fungsi dari tingkat bunga, makin tinggi tingkat bunga maka makin tinggi pula keinginan masyarakat untuk menabung. Investasi juga merupakan fungsi dari tingkat bunga.

Makin tinggi tingkat bunga maka keinginan untuk berinvestasi semakin kecil. Alasannya, seorang pengusaha akan menambah pengeluaran investasinya jika keuntungan yang diharapkan dari investasi tersebut lebih besar dari tingkat bunga yang harus dibayar untuk dana investasi yang merupakan ongkos penggunaan dana (Nopirin, 1985 : 75).

Menurut Keynes, tingkat bunga merupakan suatu fenomena moneter. Artinya tingkat bunga ditentukan oleh permintaan dan penawaran akan uang yang ditentukan di dalam pasar uang. Uang akan mempengaruhi kegiatan perekonomian selama uang mempengaruhi tingkat bunga. Perubahan tingkat bunga akan mempengaruhi keinginan untuk melakukan investasi yang kemudian akan berpengaruh terhadap pendapatan nasional (Nopirin, 1985 : 99).

Penambahan jumlah uang beredar akan menurunkan tingkat bunga, disebabkan dengan bertambahnya jumlah uang beredar akan terjadi kelebihan likuiditas, maka tingkat bunga turun, dan permintaan uang akan naik sehingga jumlah uang yang beredar akan sama dengan permintaan uang. Dengan turunnya tingkat bunga ini akan meningkatkan investasi sehingga meningkatkan pendapatan dan meningkatkan permintaan uang sehingga tingkat bunga akan naik (Nopirin, 1985 : 92).

Keynes berpendapat bahwa tingkat bunga merupakan balas jasa untuk melepaskan likuiditas selama kurun waktu tertentu, karena tingkat bunga merupakan perbandingan antara sejumlah uang dengan apa yang dapat diperoleh jika pengendalian terhadap uang itu dilepaskan untuk

ditukarkan dengan hutang untuk jangka waktu tertentu (Keynes, 1991 : 154 – 155). Bila tingkat bunga lebih rendah berarti balas jasa untuk melepaskan uang tunai berkurang sehingga masyarakat akan lebih senang memegang uang tunai, namun jika tingkat bunga naik mereka akan lebih senang melepaskan likuiditas mereka.

Jika terjadi kelebihan likuiditas karena bertambahnya jumlah uang yang beredar, akan terjadi disequilibrium susunan kekayaan (portofolio) pada para pemilik kekayaan. Kekayaan mereka dalam bentuk uang tunai terasa terlalu banyak, maka segera akan dilakukan tindakan penyesuaian dengan cara menggunakan kelebihan uang tunai tersebut untuk membeli surat berharga. Sebagai akibat meningkatnya permintaan akan surat berharga maka surat berharga akan meningkat. Dengan meningkatnya harga surat berharga mengandung arti menurunnya tingkat bunga.

Permintaan masyarakat akan uang yang oleh Keynes disebut referensi likuiditas, yaitu ingin mempertahankan kekayaannya dalam bentuk uang tunai, didasarkan pada alasan bertransaksi, alasan berjaga-jaga, dan alasan berspekulasi (Keynes, 1991 : 158). Alasan bertransaksi yaitu keperluan uang tunai untuk transaksi pertukaran pribadi dan usaha yang berjalan. Alasan berjaga-jaga adalah keinginan memperoleh jaminan uang tunai dimasa depan untuk sebagian sumber daya tertentu. Sedangkan alasan berspekulasi untuk mendapatkan keuntungan, karena lebih paham mengenai apa yang terjadi di masa mendatang. Spekulasi yang dimaksud di sini adalah spekulasi dalam surat-surat berharga (sekuritas). Para spekulan membeli

sekuritas pada waktu harganya murah dan menjualnya pada waktu harganya mahal sehingga keuntungan yang didapat berasal dari selisih harganya itu.

Untuk menjalankan kegiatan spekulasi ini diperlukan dana. Pada waktu harga sekuritas murah, dana tersebut banyak berbentuk sekuritas dan pada waktu harga sekuritas mahal lebih banyak dana yang berbentuk uang tunai. Jika dihubungkan dengan tingkat bunga, pada waktu tingkat bunga tinggi berarti jumlah uang yang diminta untuk spekulasi berkurang sehingga permintaan akan sekuritas turun, maka akan menurunkan harganya pula. Jadi dengan meningkatnya tingkat bunga bertendensi mengakibatkan turunnya harga sekuritas, dan sebaliknya menurunnya tingkat suku bunga bertendensi mengakibatkan meningkatnya harga sekuritas.

Hubungan antara tingkat bunga dengan harga sekuritas dapat diformulasikan pada rumus berikut (Budiono, 1983 : 20).

$$P = \frac{K}{r}$$

K ialah hasil per tahun yang diterima dari sekuritas, sedangkan r adalah tingkat bunga per tahun, dan P merupakan harga pasar atau nilai sekarang dari sekuritas.

Pada rumus diatas hasil per tahun yang diterima dari sekuritas dianggap konstan, maka harga pasarnya berbanding terbalik dengan tingkat bunga. Bila tingkat bunga turun maka harga pasar naik dan sebaliknya jika tingkat bunga naik harga pasar akan turun.

Investasi pada portofolio terutama investasi pada saham mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi, hal ini merupakan daya tarik bagi pemodal

untuk menginvestasikan dananya pada saham. Likuiditas yang tinggi ini disebabkan karena investasi saham lebih sensitif terhadap perkembangan perekonomian dibandingkan dengan jenis investasi yang lain. Tingkat bunga mempunyai pengaruh yang besar terhadap investasi yang lain. Tingkat bunga mempunyai pengaruh yang besar terhadap investasi saham, karena tingkat likuiditas dari investasi saham tersebut. Jika tingkat bunga tinggi, dana yang dimiliki segera dapat dipindah atau ditukarkan dalam bentuk deposito atau jenis simpanan lainnya, sehingga tingkat bunga yang tinggi akan berpengaruh negatif pada permintaan saham.

Saham yang merupakan salah satu jenis sekuritas ini diperdagangkan dalam suatu pasar yang disebut dengan pasar modal.

B. TEORI PASAR MODAL

1. Definisi dan Pengertian Pasar Modal

Pengertian pasar modal sama seperti pengertian pasar pada umumnya, yaitu merupakan tempat bertemunya penjual dan pembeli, namun dalam hal ini yang diperjualbelikan adalah modal atau dana. Pembeli dana atau modal dapat perorangan atau badan usaha yang menyisihkan kelebihan dana untuk usaha yang bersifat produktif, sedang penjualan dana atau modal adalah perusahaan yang memerlukan dana atau tambahan modal untuk keperluan usahanya.

Menurut Kepres No. 60 tahun 1958, pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawar dan peminta dana

jangka panjang dalam bentuk efek. Sementara itu pengertian bursa menurut UU No. 5 tahun 1952 adalah bursa-bursa perdagangan di Indonesia yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek, termasuk semua pelelangan efek-efek.

Selain batasan-batasan diatas, terdapat beberapa pengertian lain tentang pasar modal dan bursa efek Suad Husnan (1993 hal 1) memberikan definisi pasar modal sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri. Instrumen keuangan tersebut dapat diterbitkan oleh pemerintah atau perusahaan swasta.

Sementara itu Patrick dan Wai (dalam BO Economica hal 15) menyatakan bahwa pasar modal dalam arti sempit adalah *organized market* yang memperdagangkan saham-saham dan obligasi-obligasi dengan menggunakan jasa dari makelar, komisioner, dan para *underwriter*.

Sehubungan dengan definisi dan pengertian tentang pasar modal, ada pengertian mengenai pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*), serta pasar formal atau pasar reguler dan bursa paralel atau pasar *over the counter*.

Pasar perdana menurut Surat Keputusan Menteri Keuangan No. 859/KMK.01/1987 adalah pasar di mana penawaran efek kepada pemodal dilakukan selama waktu tertentu sebelum dicatatkan di bursa (pasar sekunder). Sedangkan pasar sekunder menurut Surat Keputusan Bapepam No. Kep. 01/RM/1989 adalah pasar di mana penawaran efek kepada publik

dilakukan setelah melalui masa penawaran di pasar perdana dan telah dicatatkan pada bursa efek.

Pasar formal atau reguler adalah pasar di mana terjadi perdagangan yang dilakukan di lantai bursa, sedangkan *over the counter* atau bursa paralel adalah perdagangan sekuritas yang terorganisir di luar bursa efek resmi. Bursa paralel dapat berorientasi di pasar perdana maupun pasar sekunder. Sekuritas yang terdapat di bursa paralel dapat merupakan sekuritas yang telah terdaftar di bursa efek maupun belum terdaftar. Bagi sekuritas yang terdaftar di bursa efek, bursa paralel merupakan bursa ketiga (*the third market*). Persyaratan pada bursa paralel lebih ringan dibandingkan dengan yang ada di bursa efek. Di Indonesia bursa paralel dikelola oleh Bapepam dalam bentuk pasar sekunder.

2. Fungsi Pasar Modal

Keberadaan Pasar Modal Indonesia menurut Kepres No. 52 tahun 1976 adalah bertujuan untuk mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilihan saham perusahaan swasta menuju pemerataan pendapatan masyarakat, serta untuk lebih menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dan penghimpunan pembangunan nasional.

Pasar modal mempunyai fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Suad Husnan, 1993 : 1-2). Fungsi ekonomi dari pasar modal adalah penyertaan fasilitas untuk memindahkan dana dari pemilik dana ke peminjam atau pihak yang membutuhkan dana tersebut. Sedangkan fungsi keuangan adalah dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para

peminjam atau yang membutuhkan dana, dan para pemilik dana dapat menyediakan dana tanpa harus langsung terlibat dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

Sehubungan dengan fungsi ekonomi dan keuangan ini, pasar modal mempunyai manfaat yang sangat berarti bagi pihak yang membutuhkan dana dan juga pihak yang mempunyai dana. Bagi pihak yang membutuhkan dana, yaitu dunia usaha, pasar modal memungkinkan untuk memperoleh dana pinjaman dengan menjual obligasi maupun memperoleh modal sendiri dengan menjual sahamnya, jika perusahaan sudah tidak mungkin untuk meningkatkan modal pinjaman dari bank untuk melakukan ekspansi usaha padahal kebutuhan sudah sangat mendesak. Dan bagi pemilik dana, investasi di pasar modal mempunyai kelebihan dibanding investasi pada sektor lain, karena dapat dengan leluasa untuk memilih jenis sekuritas yang diinginkan dan memperoleh keuntungan berupa deviden dan *capital gain* bila berinvestasi pada saham, serta memperoleh bunga bila berinvestasi pada obligasi.

Secara umum, fungsi pasar modal meliputi :

- a. Sebagai usaha untuk pemerataan pendapatan masyarakat serta menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pembiayaan nasional. Kaitan antara dua hal tersebut mengandung suatu hubungan yang sangat hakiki dalam memberi karakter pada institusi pasar modal di Indonesia sesuai dengan asas-asas yang hidup dalam budaya masyarakatnya.

- b. Mempermudah perusahaan-perusahaan untuk memperoleh dana sehingga kegiatan ekonomi di berbagai sektor dapat ditingkatkan. Terjadinya peningkatan kegiatan ekonomi tersebut akan menciptakan dana, mengembangkan lapangan kerja yang luas, yang dengan sendirinya dapat menyerap tenaga kerja dalam jumlah yang besar, sehingga secara langsung dapat berpengaruh dalam mengurangi jumlah pengangguran.
- c. Melalui pasar modal pemerintah ingin mengindonesiakan kultur ekonomi modern yang sehat. Dengan pemindahan modal dari pihak asing menjadi milik Indonesia melalui pemilikan saham sehingga sebagian laba yang mengalir ke luar negeri dapat ditahan di Indonesia untuk dinikmati oleh warga negara Indonesia.

3. Jenis-jenis Sekuritas di Pasar Modal

Sekuritas didefinisikan sebagai suatu kertas berharga yang menunjukkan hak pemodal, yaitu pihak yang memiliki surat tersebut untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut untuk menjalankan haknya. Apabila sekuritas ini dapat diperjualbelikan dan merupakan instrumen jangka panjang, maka perdagangannya dilakukan di pasar modal (Suad Husnan, 1993 : 19).

Dipandang dari sudut konsep investasi, sangat sulit atau tidak mungkin untuk memperhatikan investasi berdasarkan atas jangka waktu instrumen investasinya. Analisis sekuritas akan memberikan saran kepada

(calon) investor baik tentang sekuritas-sekuritas yang diperkirakan *mispriced* (artinya harga terlalu tinggi atau terlalu rendah), ataupun sekuritas-sekuritas yang sesuai dengan karakteristik pemodal dalam hal referensi resiko, pola penghasilan, maupun status pajak yang menjadi tanggungan pemodal tersebut.

Jenis-jenis sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal sangat beragam, antara lain adalah :

a. Obligasi

Obligasi merupakan surat tanda hutang Jangka panjang yang diterbitkan oleh perusahaan ataupun pemerintah (Suad Husnan, 1993 : 20). Dengan membeli obligasi, pemilik obligasi tersebut berhak menerima bunga dan pokok hutang pada waktu obligasi jatuh tempo dari pihak penerbit obligasi. Kewajiban penerbit obligasi untuk membayar bunga dan nilai nominal pinjaman bersifat tetap, sehingga apabila penerbit obligasi gagal memenuhi kewajibannya maka pemegang obligasi berhak mengajukan klaim terhadap aktiva yang dimiliki pihak yang berhutang (penerbit obligasi)

b. Saham

Saham adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan yang biasa disebut emiten, sebagai tanda ikut memiliki perusahaan tersebut. Dengan demikian, bila seorang investor membeli saham, maka ia pun menjadi pemilik atau pemegang atau pemegang saham perusahaan.

Dalam investasi saham terdapat dua keuntungan yang akan diperoleh, yaitu deviden dan *capital gain*. Deviden adalah sebagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham, sedang *capital gain* adalah keuntungan yang diperoleh investor dari hasil jual beli saham berupa selisih antara nilai jual yang lebih tinggi daripada nilai beli yang lebih rendah.

Namun jika perusahaan mengalami kemunduran sehingga harga saham di pasar sekunder menurun, maka pemegang saham juga mengalami kerugian. Kerugian itu antara lain adalah *capital loss*, yaitu kerugian dari hasil jual beli saham berupa selisih antara nilai jual yang lebih rendah daripada nilai beli saham. Kerugian lain bisa berupa *opportunity loss*, yakni kerugian berupa selisih suku bunga deposito dikurangi total hasil yang diperoleh dari total investasi. Dan kerugian yang terakhir berupa kerugian karena perusahaan dilikuidasi, namun nilai likudasinya lebih kecil daripada harga beli saham.

Berdasarkan cara penilaian haknya, saham dapat dibedakan menjadi saham atas nama dan saham atas tunjuk. Saham atas nama artinya pada saham tersebut tertera nama pemilik saham dan akan diberikan kepadanya setelah terlebih dahulu didaftar buku emiten sebagai pemegang saham. Sedangkan saham atas tunjuk artinya bahwa siapa yang mampu menunjukkan saham berarti dialah pemilik saham tersebut.

Berdasarkan hak tagihan, saham dapat dibedakan menjadi dua, yaitu saham biasa dan saham preferen. Perbedaannya terutama terletak pada

pembagian deviden dan pembagian kekayaan emiten apabila emiten dilikuidasi. Pemegang saham preferen lebih didahulukan dalam penerimaan deviden dan sisanya diberikan kepada pemegang saham biasa. Dan apabila perusahaan dilikuidasi, maka dalam pembagian kekayaan perusahaan, pemegang saham preferen didahulukan pemenuhaannya daripada pemegang saham biasa.

4. Proses Investasi di Pasar Modal

Proses investasi menunjukkan bagaimana seharusnya melakukan investasi dalam sekuritas, yaitu sekuritas apa yang akan dipilih, seberapa banyak investasi tersebut, dan kapan investasi tersebut akan dilakukan. Untuk mengambil keputusan tersebut diperlukan langkah-langkah sebagai berikut (Suad Husnan, 1993 : 23 – 24).

a. Menentukan kebijakan investasi

Di sini investor menentukan apa tujuan investasinya dan seberapa banyak investasi tersebut dilakukan. Karena ada hubungan yang positif antara resiko dan keuntungan investasi, maka investor tidak bisa mengatakan bahwa tujuan investasinya adalah untuk mendapatkan keuntungan yang sebesar-besarnya, namun ia juga harus menyadari bahwa ada kemungkinan untuk menderita rugi.

Investor tidak bisa dipisahkan dengan harapan mendapat *income* di masa yang akan datang. Masa yang akan datang selalu penuh dengan ketidakpastian, sehingga investor perlu membuat perkiraan dan prediksi. Untuk dapat membuat prediksi di masa yang akan datang diperlukan

pengetahuan untuk menganalisa data-data ekonomi keuangan di masa sekarang dan masa yang akan datang. Atas dasar itu dibuatlah keputusan investasi di mana pendapatan yang belum tentu sesuai dengan apa yang diharapkan. Inilah yang menimbulkan resiko bagi investor. Investor yang akan menanamkan dananya pada sekuritas, harus mengetahui resiko yang akan timbul dari investasi tersebut.

b. Analisis sekuritas

Dalam tahap ini dilakukan analisis terhadap sekuritas. Salah satu tujuannya adalah untuk mendekati sekuritas nama yang tampaknya *mispriced*. Ada berbagai cara untuk melakukan analisis ini, namun pada garis besarnya dikelompokkan menjadi dua, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental.

Analisis teknikal mempunyai dasar pemikiran bahwa investor adalah irrasional, yaitu investor hanya mendasarkan pada kondisi pasar saja dalam penganalisaan sekuritasnya tanpa harus memperhatikan kondisi perusahaan (emiten). Analisis ini menyatakan bahwa harga sekuritas sebagai komoditas perdagangan dipengaruhi oleh permintaan dan penawaran saham tanpa memasukkan faktor-faktor penyebab perubahan kondisi permintaan dan penawaran itu sendiri (*ceteris paribus*). Pendekatan ini menganalisis kemungkinan tersebut dideteksi dengan menggunakan pola fluktuasi harga saham historis atau pergerakan reaksi harga saham.

Analisis fundamental mendasarkan anggapan bahwa investor adalah rasional, sehingga investor mencoba mempelajari hubungan antara harga sekuritas yang terjadi di bursa dengan kondisi perusahaannya. Argumentasinya adalah bahwa harga sekuritas mewakili nilai perusahaan dan juga harapan dan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan kinerjanya di masa yang akan datang.

c. Pembentukan portofolio

Portofolio berarti sekumpulan investasi. Dalam tahap ini menyangkut proporsi dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut. Pemilihan banyak sekuritas/*diversifikasi* dimaksudkan untuk mengurangi resiko yang akan ditanggung.

d. Melakukan revisi portofolio

Tahap ini merupakan pengulangan terhadap tiga tahap sebelumnya, dengan maksud untuk melakukan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki. Kalau dirasa portofolio yang sekarang tidak lagi optimal, maka investor bisa melakukan perubahan terhadap sekuritas-sekuritas tersebut.

e. Evaluasi kinerja portofolio

Dalam tahap ini investor melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun resiko yang ditanggung. Karena itu diperlukan standard pengukurannya.

C. DEFINISI DAN PENGERTIAN PASAR MODAL EFISIEN

Konsep pasar modal efisien sesungguhnya merupakan produk sampingan yang ditemukan secara kebetulan oleh Maurice Kendall, seorang ahli statistik pada tahun 1953, yang membahas penelitiannya tentang perilaku harga-harga komoditas dan saham bersama The Royal Statistical Society di London Inggris. Kendall berusaha untuk menemukan siklus yang reguler pada harga-harga komoditas dan saham, tetapi ia menemukan harga-harga saham mengikuti pola *random walk*. Harga-harga saham yang berpola *random walk* berarti bahwa perubahan harga saham tidak mempunyai kecenderungan satu arah yang dapat digunakan sebagai alat untuk memprediksikan harga saham di masa yang akan datang.

Jika perubahan harga saham mempunyai pola yang cenderung terus menurun, maka dapat diprediksikan harga saham di masa yang akan datang akan menurun. Demikian pula sebaliknya, bila harga saham mempunyai kecenderungan untuk menaik, maka diprediksikan harga saham di masa yang akan datang akan menaik pula. Namun, harga saham yang mengikuti pola *random walk* tidak memiliki kecenderungan tertentu, yang berarti bahwa harga-harga saham. Dengan demikian taksiran harga terbaik harga saham esok hari adalah harga hari ini, atau $E(P_{t+1} = P_t)$.

Untuk tujuan uji penerapan hipotesis pasar modal efisien, istilah pasar modal efisien didefinisikan sebagai pasar modal dimana harga-harga sekuritas mencerminkan seluruhnya informasi yang relevan (Fama, 1970 : 383). Informasi yang relevan ada tiga jenis, yaitu informasi dalam bentuk

perubahan harga masa lalu, informasi yang tersedia bagi publik, dan informasi yang tersedia bagi publik maupun tidak.

Istilah efisiensi berdasarkan informasi maksudnya adalah bahwa harga-harga sekuritas pada pasar modal sepenuhnya mengandung informasi yang secara notasi dapat didefinisikan sebagai berikut (Foster, 1986 : 300).

$$f(R_{it}, R_{jt}, \dots / \phi_{m,t-1}) = f(R_{it}, R_{jt}, \dots / \phi_{m,t-1}, \phi_{a,t-1})$$

dimana :

$f(R_{it}, R_{jt}, \dots / \phi_{m,t-1})$ = fungsi distribusi probabilitas sekuritas

R_{it} = manfaat sekuritas i pada periode t

R_{jt} = manfaat sekuritas j pada periode t

$\phi_{m,t-1}$ = himpunan informasi yang digunakan pada t-1

$\phi_{a,t-1}$ = himpunan informasi yang dipublikasikan pada t-1

Dari model diatas, terdapat dua implikasi penting yaitu seorang investor tidak dapat menggunakan informasi yang tersedia bagi publik atau informasing yang dipublikasikan untuk memperoleh manfaat abnormal secara konsisten, dan dalam suatu pasar modal yang efisien ketika formasi baru ditumbuhkan pada informasi yang digunakan ($\phi_{m,t-1}$) implikasinya untuk fungsi di atas, secara tepat dan cepat mencerminkan harga pada saat itu.

D. MODEL-MODEL DALAM PASAR MODAL EFISIEN

Ada tiga model teori pasar modal efisien (Fama, 1970 : 384-388) yaitu :

1. Model *Fair Game*

Model ini menyatakan bahwa dalam sistem perdagangan yang berdasarkan pada informasi tertentu, tidak ada manfaat yang diharapkan (*expected return*) yang dapat diperoleh.

Untuk tujuan pengujian hipotesis pasar modal efisien perlu dijabarkan apa yang dimaksud sepenuhnya mencerminkan informasi. Bila informasi telah dicerminkan sepenuhnya, maka keseimbangan tingkat harga aktual sama dengan tingkat harga yang diharapkan. Lebih jauh untuk menjelaskan hal diatas, proses pembentukan harga harus dispesifikasikan secara terperinci (Fama, 1970 : 304).

Salah satu cara untuk merinci proses pembentukan harga adalah menggunakan model manfaat yang diharapkan, yang mengasumsikan bahwa kondisi ekuilibrium pasar modal dapat dinyatakan dalam bentuk manfaat yang diharapkan. Model ini menyatakan bahwa, berdasarkan himpunan informasi tertentu, manfaat yang diharapkan adalah ekuilibrium suatu sekuritas yang merupakan fungsi dari resiko.

Hal ini dapat diturunkan dalam model sebagai berikut :

$$E(p_{j,t+1} | \varphi) = \{(1 + E(r_{j,t+1} | \varphi_t))\} p_{j,t}$$

dimana :

E = operator nilai yang diharapkan (*conditional expectation*)

$p_{j,t}$ = harga sekuritas j pada saat t

$p_{j,t+1}$ = harga sekuritas j pada saat t+1

$r_{j,t+1}$ = prosentase manfaat suatu periode

φ = himpunan informasi yang diasumsikan dicerminkan sepenuhnya dalam harga sekuritas.

Nilai ekuilibrium manfaat yang diharapkan, $E (r_{j, t+1} | \varphi)$ yang disusun berdasarkan informasi pada saat ditentukan, sesuai dengan teori manfaat yang diharapkan, menunjukkan manfaat yang diharapkan apapun yang dipakai informasi akan dicerminkan sepenuhnya dalam pembentukan ekuilibrium. Dengan demikian, saat nilai ekuilibrium manfaat yang diharapkan dicerminkan sepenuhnya dalam pembentukan harga saat itu juga.

Kondisi sepenuhnya pasar dapat dinyatakan dalam bentuk manfaat yang dibentuk berdasarkan himpunan informasi, merupakan implikasi penting yaitu memungkinkan adanya sistem perdagangan yang didasarkan pada informasi pada saat t , yang mendatangkan keuntungan yang diharapkan (*expected profit*).

Model *fair game* menyatakan :

$$x_{j, t+1} = p_{j, t+1} - E (p_{j, t+1} | \varphi_t)$$

$$E (p_{j, t+1} | \varphi_t) = 0$$

dimana :

$x_{j, t+1}$ adalah keuntungan yang diperoleh atas sekuritas j pada saat $t+1$, yaitu selisih antara harga diobservasi dengan harga yang diharapkan yang diproyeksikan berdasarkan informasi saat t , dimana besarnya harga yang diharapkan, $E (p_{j, t+1} | \varphi_t)$ adalah nol, dengan kata lain tidak ada keuntungan yang diharapkan yang berarti.

Model *fair game* juga dapat ditunjukkan sebagai berikut :

$$Z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(r_{j,t+1} | \varphi_t)$$

$$E(r_{j,t+1} | \varphi_t) = 0$$

dimana :

$Z_{j,t+1}$ adalah keuntungan atas sekuritas j pada saat $t+1$, yaitu selisih antara manfaat diobservasi dengan manfaat yang diharapkan yang diproyeksikan berdasarkan informasi saat t , dan besarnya manfaat yang diharapkan, $E(r_{j,t+1} | \varphi_t)$ adalah nol, dengan kata lain tidak ada manfaat yang diharapkan berarti.

2. Model *Submartingale*

Model ini menyatakan bahwa dalam sistem perdagangan yang mendasarkan pada informasi tertentu akan mendatangkan keuntungan yang tidak lebih besar daripada strategi perdagangan dan membeli sekuritas secara acak. Karena model ini adalah model khusus dari model *fair game*, maka pada model *submartingale* berlaku pula asumsi keuntungan yang diharapkan besarnya adalah nol. Lebih jauh model ini mengasumsikan bahwa harga yang diharapkan diproyeksikan berdasarkan informasi pada saat t , yaitu lebih besar atau sama dengan harga pada saat t .

$$E(p_{j,t+1} | \varphi_t) \geq p_{j,t}$$

atau

$$E(p_{j,t+1} | \varphi_t) \geq 0$$

Bila $E(p_{j, t+1} | \varphi_t) \geq p_{j, t}$, maka harga dikatakan menjadi *submartingale*. Harga yang mengikuti *submartingale* dikatakan tidak ada keuntungan yang diharapkan atas sekuritas j . Keuntungan yang diperoleh peranan modal semata-mata hanyalah kelebihan harga yang diharapkan dari harga pada saat t . Dengan kata lain, keuntungan dari perdagangan yang berdasarkan pada informasi saat t tidak lebih besar dari keuntungan yang diperoleh dari strategi perdagangan dan memegang sekuritas secara acak.

3. Model *Random Walk* (Rambang Berjalan)

Model *random walk* menambahkan syarat adanya distribusi manfaat yang identik, dan manfaat yang independen sepanjang waktu. Ada dua hipotesis yang membentuk konsep ini, yaitu pernyataan bahwa harga sekuritas mencerminkan sepenuhnya informasi yang tersedia menunjukkan bahwa perubahan harga yang berurutan tidak berhubungan satu sama lain atau independen, dan perubahan harga yang berurutan tersebut didistribusikan secara identik.

Model *random walk* adalah sebagai berikut :

$$f(r_{j, t+1} | \varphi_t) = f(r_{j, t+1})$$

Persamaan ini menunjukkan distribusi sekuritas j , dimana besarnya distribusi $r_{j, t+1}$ adalah independen dari informasi yang tersedia pada saat t . Dengan demikian model rambang berjalan merupakan kasus khusus dari model *fair game* karena model ini mensyaratkan distribusi manfaat yang independen sepanjang waktu.

E. PERSYARATAN DAN MEKANISME UNTUK MENCAPAI EFISIENSI

Agar tercapainya suatu efisiensi pasar modal diperlukan syarat-syarat tertentu (Fama, 1970 : 387-388). Syarat cukup (*sufficient condition*) untuk efisiensi pasar modal adalah :

1. Tidak terdapat ongkos transaksi dalam perdagangan sekuritas.
2. Seluruh pelaku pasar modal tidak perlu mengeluarkan biaya untuk mendapatkan informasi.
3. Semua pelaku pasar modal setuju pada pengaruh informasi sekarang terhadap harga sekarang dan distribusi harga sekuritas yang akan datang.

Syarat di atas jelas tidak terpenuhi dalam prakteknya, sehingga Fama menyatakan bahwa syarat di atas bukanlah syarat perlu (*necessery condition*). Fama mengatakan bahwa pasar modal akan efisien jika syarat berikut ini dicapai :

1. Terdapat ongkos transaksi dalam perdagangan sekuritas, meskipun demikian para pelaku memperhitungkan seluruh informasi yang tersedia.
2. Terdapat cukup banyak penanam modal yang mempunyai akses terhadap informasi yang tersedia.
3. Tidak terdapat penanam modal yang senantiasa dapat membuat evaluasi yang lebih baik atas informasi tersedia dibandingkan dengan yang disiratkan dalam harga pasar.

Mekanisme untuk mencapai efisiensi pasar modal dipengaruhi oleh beberapa faktor (Foster 1986, : 301-303). Faktor-faktor tersebut adalah :

1. Persaingan antara analisis sekuritas

Setiap analis akan berusaha untuk mendeteksi sekuritas yang salah harga (*misprice*) dan mengeksploitasi sekuritas-sekuritas tersebut untuk mendapatkan manfaat di atas normal. Namun terdapat sejumlah besar analis yang memeriksa himpunan informasi yang signifikan akan secara cepat dicerminkan dalam harga sekuritas. Hal ini menjelaskan mengapa analisis sekuritas diperlukan dalam suatu pasar modal yang efisien.

2. Hukum dalam jumlah besar

Setiap analis individual dapat membuat kesalahan penilaian ataupun estimasi, namun jika kesalahan-kesalahan tersebut independen pada seluruh analisis, kesalahan-kesalahan tersebut akan disebarkan pada proses penentuan harga. Dengan demikian semakin besar jumlah analisis dan semakin rendah korelasi antar kesalahan-kesalahan penilaian yang dibuat oleh analis individual maka akan semakin efisien pasar modalnya.

Salah satu faktor yang juga mempengaruhi efisiensi adalah kuantitas dan kualitas informasi yang diberikan oleh perusahaan-perusahaan *go public* dan terbitan prospektus (*disclosure*) yang meminimalkan kekurangan informasi di pasar modal.

F. BENTUK-BENTUK EFISIENSI PASAR MODAL

Dalam pasar modal yang efisien, harga sekuritas mencerminkan informasi yang relevan, dimana informasi tersebut diklasifikasikan menjadi tiga tipe, yaitu informasi dalam bentuk perubahan harga di waktu yang lalu, informasi yang tersedia kepada publik (*public information*), dan informasi yang tersedia baik kepada publik maupun yang tidak (*public and private information*) (Suad Husnan, 1993 : 219).

Berdasarkan sub himpunan informasi yang diuji, ada tiga bentuk efisiensi pasar, yaitu bentuk lemah, bentuk setengah kuat, dan bentuk kuat (Fama, 1970 : 388).

1. Efisiensi Pasar Modal dalam Bentuk Lemah

Efisiensi bentuk lemah menyatakan bahwa harga-harga sekuritas sekarang sepenuhnya mencerminkan informasi historis yang tersedia. Dalam uji efisiensi bentuk lemah berhubungan dengan hipotesis rambang berjalan (*random walk*). Dalam bentuk statistik, hipotesis tersebut menyatakan bahwa perubahan harga secara berturut-turut tidak berhubungan satu sama lain dan terdistribusi secara identik sepanjang waktu. Jika hipotesis rambang berjalan berlaku maka bentuk lemah efisiensi pasar modal juga berlaku (Elton dan Gruber, 1991 : 404). Jadi, bukti yang mendukung model rambang berjalan merupakan bukti yang mendukung bentuk lemah efisiensi pasar modal.

Salah satu model uji rambang berjalan adalah model dengan menggunakan perubahan harga sederhana, yaitu dengan mengamati

korelasi antara perubahan harga yang lalu dengan perubahan harga yang akan datang (Elton dan Gruber, 1991 : 405). Jika p_t merupakan harga saat t maka :

$$p_t - p_{t-1} = a + b (p_{t-1-T} - p_{t-2-T}) + e_t$$

dimana :

- a = pengukur perubahan yang diharapkan dalam harga yang tidak berkaitan dengan perubahan yang lalu.
- b = pengukur hubungan antara perubahan harga yang lalu dengan harga yang akan datang. Jika $T=0$, maka b merupakan hubungan antara perubahan harga yang akan datang dan perubahan harga yang terakhir. Jika $T=1$, maka b merupakan hubungan antara perubahan harga yang akan datang dan perubahan harga dua periode sebelumnya.
- c = variabel random yang menyerap variabelitas perubahan harga yang sekarang tidak berhubungan dengan perubahan harga sebelumnya.

Dalam setiap pengujian, koefisien b diharapkan tidak berbeda secara signifikan dari nol, yang berarti tidak ada hubungan antara perubahan harga yang lalu dengan perubahan harga yang akan datang.

2. Efisiensi Pasar Modal Dalam Bentuk Setengah Kuat

Efisiensi bentuk setengah kuat menguji apakah harga sekuritas secara sepenuhnya mencerminkan seluruhnya informasi terdapat manfaat di atas normal di sekitar penerbitan informasi baru. Manfaat di atas normal

tersebut merupakan selisih dari manfaat aktual dengan manfaat yang diharapkan. Manfaat yang diharapkan dapat diestimasi dengan menggunakan model pasar atau *single index model*, yang ditunjukkan sebagai berikut :

$$R_j = a_j + b_j R_m + e_j$$

dimana :

R_j = manfaat atas saham

R_m = manfaat atas index pasar

e_j = variabel kesalahan acak

Jika suatu pasar modal adalah efisien dalam bentuk setengah kuat, manfaat di atas normal diharapkan tidak berbeda secara signifikan dari nol setelah diterbitkannya informasi baru.

Uji bentuk setengah kuat menguji apakah informasi yang dipublikasikan, dicerminkan sepenuhnya oleh harga-harga sekuritas dan apakah pemodal dapat menghasilkan keuntungan (*excess profit*).

3. Efisiensi Pasar Modal Dalam Bentuk Kuat

Uji bentuk kuat memeriksa apakah seluruh informasi, baik yang dipublikasikan maupun tidak, dicerminkan sepenuhnya dalam harga-harga sekuritas, dan apakah investor dapat menghasilkan kelebihan keuntungan (*excess profit*). Uji-uji bentuk kuat melibatkan dua jenis pengujian, yaitu pengujian yang menggunakan informasi yang tidak dipublikasikan dan pengujian yang menggunakan informasi yang tidak dipublikasikan maupun yang dipublikasikan (Elton dan Gruber, 1991 : 425).

Jenis yang pertama menguji apakah kelebihan manfaat timbul secara langsung dari informasi yang tidak dipublikasikan. Informasi tersebut tidak dapat diidentifikasi, sehingga uji-uji ini memeriksa penanaman modal individu atau kelompok yang diperlukan mempunyai informasi yang tidak dipublikasikan. Tipe kedua pengujian memeriksa apakah penanaman modal sebagian besar pelaku pasar modal. Pengujian ini menekankan pada dua hal :

- a. Apakah para pelaku pasar modal memiliki kemampuan superior untuk menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk menghasilkan kelebihan keuntungan.
- b. Apakah mereka memiliki informasi yang tidak dipublikasikan sehingga dapat menghasilkan kelebihan keuntungan.

Institusi yang paling sering digunakan untuk jenis uji yang pertama adalah *mutual funds*. Disamping itu, institusi lainnya adalah *trust funds* dan individu-individu. Tipe kedua pengujian melibatkan sekuritas yang direkomendasikan para analis.

berkaitan dengan kedua pengujian diatas, pengujian bentuk kuat sulit untuk diterapkan pada Para Modal Indonesia. Hal ini disebabkan karena kesulitan untuk menganalisa perilaku pihak-pihak yang mempunyai baik informasi yang tidak dipublikasikan maupun kemampuan superior dalam memanfaatkan informasi yang dipublikasikan.

BAB III

GAMBARAN UMUM PASAR MODAL INDONESIA

A. SEJARAH PASAR MODAL INDONESIA

1. Periode Pemerintahan Kolonial dan Orde Lama

Bursa pasar modal di Indonesia sebenarnya telah hadir sejak pemerintahan Hindia Belanda yaitu dengan didirikannya Bursa Efek di Batavia pada tanggal 14 Desember 1912 oleh *De Vereniging voor de Effecten Handel*. Pada waktu itu Bursa Efek dipakai sebagai sumber pembiayaan perusahaan-perusahaan perkebunan Belanda di Indonesia. Banyak sekali efek Belanda dan efek perusahaan perkebunan milik Belanda di Indonesia merupakan instrumen Bursa Batavia pada waktu itu. Bahkan sertifikat saham (pecahan saham) atau *certificaat van aandelen* (Belanda); *Unit* atau *Mutual Fund* (Inggris dan Amerika) banyak diperdagangkan di Bursa Batavia. Kehadiran sertifikat saham di Belanda yang kemudian masuk ke Batavia waktu itu merupakan upaya penerobosan sistem Amerika yang masuk ke sistem Eropa Kontinental khususnya di perdagangan saham dalam nominal-nominal besar yang sulit dijangkau dan diperdagangkan baik di Bursa Amsterdam maupun di Bursa Batavia.

Dengan berkembangnya Bursa Batavia, Pemerintah Hindia Belanda tertarik untuk mendirikan Bursa Efek di Surabaya dan Semarang, maka berdirilah bursa efek di Surabaya pada tanggal 11 Januari 1922 dan bursa efek di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Melihat keuntungan dari perdagangan efek di Batavia, Surabaya dan Semarang tersebut, timbul keinginan di kalangan perbankan Belanda untuk turut serta sebagai makelar. Pada tahun 1928 masuklah tiga buah bank Belanda menjadi anggota Bursa, yaitu : H.M.M. (Factory), Escompto, dan N.H.B.

Semua anggota bursa tersebut yang terdiri atas makelar, komisioner dan bank swasta adalah pengusaha Belanda. Sedangkan para pemodal (investor) adalah perorangan, pensiunan, *institutional investor* dan perusahaan yang dikuasai Belanda, sehingga pada hakikatnya bursa efek pada waktu itu merupakan sarana hanya untuk kepentingan masyarakat Belanda.

Namun dengan pecahnya Perang Dunia II yang menyebabkan suhu politik di Eropa tidak menentu, Belanda kemudian memutuskan untuk memusatkan kegiatan bursa efek hanya di Batavia saja, sehingga bursa efek di Surabaya dan Semarang ditutup.

Tak lama kemudian, pada tahun 1949, pemerintah Belanda mengakui kedaulatan Republik Indonesia. Pada tahun 1950 obligasi Republik Indonesia dikeluarkan oleh pemerintah. Peristiwa ini telah mendorong Pemerintah untuk mulai merintis jalan untuk menghidupkan kembali Bursa Pasar Modal di Indonesia. Kemudian lahir lah Undang-undang No. 15 tahun 1952 tentang Pasar Modal. Berdasarkan UU No. 15/1952, bursa efek dibuka kembali pada 11 Juni 1952 dan diselenggarakan oleh Persatuan Uang dan Efek (PPUE) yang terdiri atas tiga bank negara dan beberapa makelar efek lainnya dengan Bank Indonesia sebagai penasihat.

Pada waktu itu bursa efek mulai berkembang dengan pesat meskipun efek yang diperdagangkan adalah yang dikeluarkan sebelum Perang Dunia II.

Aktivitas ini semakin meningkat sejak Bank Industri Negara mengeluarkan pinjaman obligasi berturut-turut pada tahun 1954, 1955 dan 1956.

Namun dengan memburuknya hubungan Indonesia-Belanda, khususnya mengenai masalah Irian Barat yang disusul dengan kebijakan nasionalisasi perusahaan Belanda di Indonesia sesuai dengan Undang-undang Nasional No. 86 tahun 1958, kemudian disusul dengan instruksi dari Badan Nasionalisasi Perusahaan Belanda (Banas) pada tahun 1960 tentang larangan bagi Bursa Efek Indonesia untuk memperdagangkan semua efek perusahaan Belanda yang beroperasi di Indonesia, termasuk semua efek yang berbunyi dalam mata uang Nf, mengakibatkan perdagangan efek Indonesia menjadi jauh berkurang, sehingga bursa efek di Jakarta tidak dapat dipertahankan dan ditutup pada tahun 1958.

2. Periode Pemerintahan Orde Baru

Tingginya tingkat inflasi yang diwariskan oleh pemerintah Orde Lama mengakibatkan langkah pertama yang diambil oleh pemerintah Orde Baru adalah menahan laju inflasi dan memulihkan perekonomian Indonesia agar dapat normal kembali. Untuk mencapai maksud tersebut, kemudian pemerintah pada tahun 1968 memperkenalkan deposito berjangka, dan pada tahun 1971 memperkenalkan Tabanas dan Taska (Tabungan Pembangunan Nasional, dan Tabungan Asuransi Berjangka). Kedua instrumen tersebut ditujukan untuk menarik dana dari masyarakat untuk tujuan pemerintah.

Usaha pemerintah pada waktu itu cukup berhasil, terbukti dari semakin menurunnya laju inflasi hingga tahun 1973.

Tabel 3.1 Perkembangan Tingkat Inflasi Periode 1966-1973

Tahun	Tingkat Inflasi
1966	312,33 %
1967	146,95 %
1968	650,00 %
1969	19,50 %
1970	15,59 %
1971	7,78 %
1972	0,81 %
1973	0,80 %

Sumber : Bo Economica hal 21

Keadaan perekonomian Indonesia yang mulia membaik pada awal masa pemerintahan Orde Baru (1967), juga merupakan awal yang baik bagi perkembangan bursa efek di Indonesia. Sebab, selain pengerahan dana dari masyarakat, pemerintah berupaya mengaktifkan kembali pasar modal nasional dengan membentuk Tim Persiapan Pasar Uang dan Modal pada tahun 1968. Setelah mengadakan persiapan yang diperlukan, maka Bursa Pasar Modal Indonesia akhirnya berdiri dengan diresmikannya Bursa Efek Jakarta (BEJ) di Jalan Merdeka Selatan pada 10 Agustus 1977 oleh Presiden Soeharto, dengan landasan yuridis yang masih mengacu pada Undang-undang No. 15/1952 tentang Pasar Modal. Pengaktifan kembali Pasar Modal Indonesia ditandai dengan emisi pertama saham PT Semen Cibinong di BEJ.

3. Periode Setelah Pasar Modal Indonesia Diaktifkan Kembali (1977-1991)

Selama 10 tahun (1977-1987) ternyata perkembangan bursa efek Indonesia tidak menunjukkan pertumbuhan yang menggembirakan dilihat dari jumlah emiten yang tercatat di BEJ sampai akhir tahun 1987 hanya 24

perusahaan saja. Hal ini disebabkan karena keengganan perusahaan untuk melakukan emisi karena adanya kecenderungan bahwa harga saham terlalu rendah di pasar perdana. ditambah lagi rendahnya tingkat suku bunga simpanan daripada tingkat suku bunga pinjaman yang ditawarkan oleh bank-bank pemerintah, yang membuat perusahaan lebih suka memanfaatkan kredit dari bank daripada berinvestasi di pasar modal.

Namun pada tahun 1989, perusahaan yang terdaftar di BEJ meningkat cukup banyak, dan terus meningkat hingga tahun 1991. Peningkatan tersebut antara lain disebabkan oleh :

- Penerapan kebijakan baru oleh Bapepam, yaitu pada intinya Bapepam tidak ingin mecampuri pembentukan harga saham di pasar perdana. Pembentukan harga di pasar perdana dipersilahkan untuk ditentukan oleh pihak-pihak yang berkepentingan, yaitu emiten dan para penjamin.
- Batasan perubahan harga saham sebesar maksimum empat persen setiap transaksi ditiadakan. Harga yang terbentuk diserahkan pada kekuatan penawaran dan permintaan.
- Dua kebijakan pemerintah yang dikeluarkan tahun 1988, mempunyai dampak sangat besar bagi perkembangan pasar modal, yaitu kebijaksanaan dikenakannya pajak sebesar 15 % atas bunga deposito, dan diijinkannya pemodal asing untuk membeli saham-saham yang terdaftar di BEJ.

Kegiatan perdagangan di BEJ juga meningkat cukup pesat mulai tahun 1989. Kalau sebelum tahun 1989 perdagangan saham perhari hanya mencapai angka puluhan juta rupiah (paling tinggi ratusan juta rupiah), maka

pada tahun 1989 dan sesudahnya, nilai perdagangan saham setiap hari mencapai puluhan milyar rupiah. Perkembangan kegiatan perdagangan di BEJ tersebut disajikan pada tabel 3.2

Tabel 3.2 Kegiatan Perdagangan Saham di BEJ Periode 1978-1991

Tahun	Jumlah Perusahaan	Jumlah Saham (lembar)	Nilai Saham (dalam juta rupiah)	Kapitalisasi Pasar (dalam milyar Rp)
1978	1	230.260	4.050,00	6,1
1979	3	8.158.116	23.930,00	11,5
1980	6	14.588.116	41.040,00	39,5
1981	8	28.988.128	48.600,00	49,2
1982	14	39.948.208	99.260,00	86,9
1983	23	56.551.208	102.660,00	102,9
1984	24	57.498.184	91.060,00	106,8
1985	24	57.827.872	89.330,00	90,0
1986	24	58.567.592	94.230,00	88,1
1987	24	59.549.311	100.095,20	108,0
1988	24	73.824.043	449.237,23	120,1
1989	51	297.766.267	4.309.444,18	1.514,1
1990	124	1.338.225.150	14.186.633,98	11.629,5
1991	139	3.768.454.279	16.435.891,90	16,4

Sumber : Bapepam

Akhir tahun 1989 pemerintah mendirikan Bursa Efek Surabaya (BES) di Surabaya dan Bursa Paralel Indonesia (BPI), yang merupakan bursa efek swasta dan ditujukan kepada perusahaan kecil dan menengah serta perusahaan yang merugi namun dinilai pada masa mendatang mempunyai prospek yang positif sebagai usaha untuk mengaktifkan bursa efek Indonesia.

Tabel 3.3 Perkembangan Bursa Paralel Indonesia Periode 1989-1994

Periode	Emiten Saham	Nilai Emisi Saham (Mil Rp.)	Emiten Obligasi	Nilai Emisi (Mil Rp.)
1989	6	77.400	2	25
1990	6	77.400	2	25
1991	4	34.650	3	28
1992	4	33.650	6	1.163
1993	5	951.582	8	2.538
1994	5	1.276.097	9	2.600

Sumber : Bursa Paralel Indonesia 1994

BPI cukup baik di tahun-tahun pertama, namun sampai akhir tahun 1994 hanya 5 emiten yang mencatatkan sahamnya di BPI sehingga sulit membuat BPI menjadi ajang perdagangan yang marak dan berkembang. akhirnya BPI diakuisisi oleh BES pada tahun 1995.

B. KEBIJAKAN PEMERINTAH DI BIDANG PASAR MODAL

Pengaruh kebijakan pemerintah sangat berpengaruh terhadap perdagangan saham, baik dari segi permintaan maupun penawaran saham. Dari segi permintaan saham, masuknya pemodal perorangan dan lembaga, baik asing maupun lokal telah meramaikan perdagangan saham. Dari segi penawaran saham, pasar yang likuid telah memungkinkan emiten untuk memperoleh sumber pembiayaan jangka panjang yang relatif murah.

Kebijakan pemerintah di bidang pasar modal yang antara lain adalah Paket Desember (Pakdes) 1987, Paket Oktober (Pakto) 1988, Paket Desember (Pakdes) 1988, dan Paket Desember (Pakdes) 1990 membawa dampak peningkatan bagi perkembangan Pasar Modal Indonesia.

Tabel 3.4 Perkembangan Jumlah Emiten dan Perdagangan Saham Setelah Pakdes 1987, Pakto 1988, Pakdes 1988 dan Pakdes 1990

Tahun	Jumlah Emiten	Nilai Kapitalisasi (dalam juta Rp.)	Total Nilai Perdagangan (dalam juta Rp.)
1988	24	44.237,3	30.591,9
1989	56	4.309.444,1	964.272,0
1990	122	14.186.633,9	7.311.288,7
1991	139	16.435.891,1	5.788.548,7
1992	154	24.839.446,1	7.953.299,5
1993	172	69.299.599,7	19.086.237,2
1994	217	103.835.241,1	25.482.803,3
1995	238	152.246.463,3	32.357.503,9
1996	153	215.026.098,1	75.729.894,2

Sumber : Bursa Efek Jakarta

1. Paket Desember (Pakdes) 1987

Kebijakan yang dikeluarkan pada tanggal 23 Desember 1987 antara lain berisi tentang :

- a. Menghapuskan persyaratan bea minimum 10 % dari modal sendiri bagi perusahaan yang akan melakukan emisi di pasar modal.
- b. Dibukanya kesempatan bagi pemodal asing untuk berpartisipasi di Pasar Modal Indonesia dalam kepemilikan saham-saham perusahaan sampai maksimum 49 % dari saham yang dicatatkan di bursa.
- c. Diperkenalkannya instrumen pasar modal, yaitu saham atas tunjuk sebagai pengganti saham atas nama yang menyulitkan pemindahtanganan saham.
- d. Dibukanya Bursa Paralel yang dikelola oleh Perserikatan Pemegang uang dan Efek (PPUE) sebagai arena perdagangan efek bagi perusahaan-perusahaan kecil dan menengah.
- e. Dihapuskannya batas maksimum fluktuasi harga efek sebesar 4 % sehari.

Adanya kebijakan ini memudahkan perusahaan dalam mencatatkan sahamnya di pasar modal, dan juga memudahkan pemodal, serta melancarkan perdagangan karena perdagangan dapat dilakukan melalui kuasa, tidak diharuskan oleh orang yang namanya tercatat sebagai pemegang saham.

Adanya pencabutan batas maksimum 4 % bagi fluktuasi harga saham mendorong minat spekulatif para pemodal dalam membeli dan menjual saham sehingga menambah daya tarik pasar modal. Masuknya investor asing telah membawa perdagangan yang semakin ramai dan mendorong pemodal lokal untuk ikut berpartisipasi di bursa efek.

2. Paket Oktober (Pakto) 1988

Paket Kebijakan ini mengenai kebijaksanaan moneter dan perbankan yang ikut mendukung perkembangan pasar modal di Indonesia. Kebijakan ini ditetapkan pada tanggal 27 Oktober 1988 antara lain berisi tentang :

- a. Pengenaan pajak sebesar 15 % atas bunga deposito berjangka dan sertifikat deposito tabungan.
- b. Pemberian kredit bank kepada nasabah perorangan dan nasabah kelompok yaitu secara berturut-turut tidak melebihi 20 % dan 50 % dari modal sendiri bank pemberi kredit.
- c. Penetapan persyaratan modal minimum untuk mendirikan Bank Umum Swasta Nasional, Bank Pembangunan Swasta Nasional dan Bank Campuran.
- d. Memberi peluang kepada bank untuk memanfaatkan pasar modal dalam memperluas permodalannya.

Adanya perlakuan yang sama terhadap bunga deposito dan deviden saham, yaitu masing-masing dikenakan pajak sebesar 15 % memberikan pilihan investasi yang lebih kompetitif bagi pemodal dengan kesempatan memilih antara saham dan deposito. Dalam hal ini mendorong permintaan akan saham karena membuat investasi pada saham menjadi lebih menarik.

Persyaratan yang lebih ketat pada perbankan dan diberikannya kesempatan bagi perbankan untuk turut memanfaatkan pasar modal membuat pasar modal menjadi pasar modal semakin semarak.

3. Paket Desember (Pakdes) 1988

Paket kebijaksanaan yang ditetapkan tanggal 20 Desember 1988 ini, antara lain berisi tentang :

- a. Pemberian kesempatan pada swasta untuk mendirikan dan menyelenggarakan bursa di luar Jakarta.
- b. Pemberian kesempatan kepada perusahaan untuk mencatatkan seluruh saham yang telah ditempatkan dan disetor penuh di bursa.
- c. Penghapusan hak prioritas PT Dana Reksa untuk membeli minimal 50 % saham yang diemisi.

Diperbolehkannya swasta untuk mendirikan bursa efek di luar kota Jakarta dimaksudkan untuk memasyarakatkan kegiatan pasar modal agar banyak kalangan masyarakat dan badan usaha yang dapat ikut berpartisipasi dalam kegiatan di pasar modal.

Dengan sistem *company listing*, yaitu setiap perusahaan yang telah mencatatkan sebagian sahamnya yang disetor penuh (saham pendiri) langsung tercatat di lantai bursa tanpa melalui penjamin emisi efek diharapkan dapat meningkatkan volume perdagangan di bursa efek.

Penghapusan hak prioritas bagi PT Dana Reksa untuk membeli minimal 50 % dari saham diemisi, membuat pasar modal lebih menarik sehingga makin diminati oleh banyak penjual dan pembeli saham.

4. Paket Desember (Pakdes) 1990

Paket kebijaksanaan ini didukung oleh Kepres No. 53 tahun 1990, yang dijabarkan dalam Keputusan Menteri Keuangan No. 1548 tahun 1990

kemudian diubah dan ditambah dalam Keputusan Menteri Keuangan No. 1199 tahun 1991. Adapun kebijaksanaan ini pada intinya berisi tentang perubahan tugas dan nama Bapepam yang sebelumnya sebagai Badan Pelaksana Pasar Modal menjadi Badan Pengawas Pasar Modal.

Dengan kebijaksanaan in, Bapepam mulai menerapkan kebijaksanaan baru yang intinya Bapepam tidak lagi mencampuri pembentukan harga saham di pasar perdana. Pembentukan harga di pasar perdana ditentukan oleh pihak-pihak yang terkait, yang emiten dan para penjaim emisi. Hal ini diharapkan makin mendorong minat para pengusaha untuk mencatatkan sahamnya di bursa efek.

C. LEMBAGA-LEMBAGA PENDUKUNG AKTIVITAS DI PASAR MODAL

Keberhasilan suatu pasar modal ditentukan oleh beberapa faktor. Diantaranya permintaan dan penawaran sekuritas, kondisi politik dan ekonomi, dan kejelasan aspek hukum. Selain itu tidak kalah pentingnya pula adalah partisipasi lembaga-lembaga pendukung yang terdapat di dalamnya. Keberadaan dan peran lembaga-lembaga pendukung pasar modal sangat penting bagi perkembangan pasar modal, karena dengan adanya lembaga-lembaga pendukung tersebut diharapkan dapat meningkatkan efisiensi pasar modal. Berikut adalah lembaga-lembaga pendukung aktivitas di pasar modal :

1. Bursa Efek

Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penjual dan pembeli sekuritas dengan tujuan memperdagangkan sekuritas di antara mereka.

2. Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam)

Bapepam adalah pihak yang membina dan mengawasi bursa efek beserta lembaga-lembaga lain yang terkait dengan penjualan efek dan mengikuti perkembangan pasar modal. Di samping itu, Bapepam juga diberi tambahan wewenang untuk memberi izin usaha kepada perusahaan efek dan lembaga penunjang pasar modal atau profesi penunjang pasar modal.

3. Lembaga Kliring

Lembaga Kliring adalah lembaga yang berfungsi menyimpan sekurita yang diperdagangkan di bursa. Fungsi lembaga kliring di Indonesia dilakukan oleh PT Kliring Deposit Efek Indonesia.

4. Kustodian

Kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan sekurita dan harta lain yang berkaitan dengan sekuritas, serta jasa lain termasuk menerima deviden, bunga dan hak-hak lain, serta menyelesaikan transaksi sekuritas dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

5. Perusahaan Efek

Perusahaan Efek adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai penjamin emisi efek (*underwriter*), perantara pedagang efek dan atau manajer investasi. Penjamin emisi efek (*underwriter*) adalah pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa surat berharga yang tidak terjual. Perantara pedagang efek adalah pihak yang melakukan kegiatan jual beli sekuritas untuk kepentingan sendiri

atau pihak lain. Manajer investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio sekuritas untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan-peraturan perundang-undangan yang berlaku.

6. Penasihat Investasi

Penasihat Investasi adalah pihak yang memberi nasihat kepada pihak lain mengenai pembelian atau penjualan sekuritas dengan memperoleh imbalan jasa.

7. Biro Administrasi Efek

Biro Administrasi Efek adalah pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan pemilihan sekuritas serta pemindahan hak dan tugas administrasi yang dipercayakan oleh emiten, anggota bursa maupun investor.

8. Wali Amanat (trustee)

Wali Amanat adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang sekuritas yang bersifat hutang.

9. Profesi Penunjang

Profesi penunjang ini antara lain adalah :

- a. Akuntan Publik, yaitu pihak yang menjamin bahwa penyajian laporan keuangan emiten sesuai dengan norma dan prinsip akuntansi yang berlaku.

- b. Notaris, yaitu pejabat umum yang berwenang untuk membuat berita acara Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), membuat akte Anggaran Dasar atau akte perubahan Anggaran Dasar, termasuk pembuatan perjanjian emisi efek, perjanjian antar penjamin emisi efek, dan perjanjian agen penjual.
- c. Konsultan hukum, yaitu pihak yang memberikan pendapat dari segi hukum mengenai keberadaan perusahaan emiten.

D. PENYELENGGARAAN BURSA EFEK OLEH SWASTA

Menurut ketentuan sebelumnya, yaitu keputusan Menteri Keuangan No. 1252/KMK.013/1988, tanggal 20 Desember 1988 tentang cara pendirian bursa efek, bursa efek dapat diselenggarakan oleh pemerintah maupun swasta. Kelangsungan bursa efek sangat ditentukan oleh kepercayaan dari perusahaan-perusahaan yang membutuhkan dana serta pihak-pihak lain yang membutuhkan dana. Pada gilirannya hal ini tergantung kepada seberapa jauh kemauan penyelenggara bursa efek itu menjamin adanya bursa yang baik, likuid dan efisien.

Akhirnya pada tanggal 13 Juli 1992 Bursa Efek Jakarta diswastanisasi, dengan tugas sebagai penyelenggara perdagangan efek sebagaimana yang dulu dilaksanakan oleh Bapepam, dengan swastanisasi ini, Bapepam benar-benar hanya sebagai pengawas pasar modal sedang segala aktivitas seperti syarat-syarat pencatatan saham dan obligasi semuanya diatur dan dilaksanakan oleh PT Bursa Efek Jakarta.

Dengan swastanisasi BEJ menandakan bahwa BEJ adalah suatu lembaga independen yang berhak mengatur semua anggotanya dengan *Self Regulatory Organization* (SRO). SRO meliputi kewenangan mengatur anggotanya, bagaimana perdagangan harus dilakukan maupun pengawasan atas kegiatan anggotanya.

Tabel 3.5 Perkembangan Jumlah Emiten dan Perdagangan Saham pada PT BEJ Periode 1993-1999

Tahun	Jumlah Emiten	Nilai Kapitalisasi (dalam juta Rp.)	Total Nilai Perdagangan (dalam juta Rp.)
1993	172	69.299.599,7	19.086.237,2
1994	217	103.835.241,1	25.482.803,3
1995	238	152.246.463,3	32.357.503,9
1996	253	215.026.098,1	75.729.894,2
1997	282	159.929.859,6	120.385.166,2
1998	288	175.729.000,0	99.685.000,0
1999	275	558.750.000,0	58.674.000,0

Sumber : Bursa Efek Jakarta

Kinerja BEJ setelah diswastanisasi menunjukkan perkembangan yang menggembirakan. Apalagi ketika sistem perdagangan dilakukan dengan sistem otomatisasi. Dengan sistem yang disebut *Jakarta Automatic Trading System* (JATS), kinerja BEJ menjadi efektif. Dengan sistem ini, transaksi bisa dilakukan lebih cepat dan teliti. Dan yang paling penting adalah pengawasan perdagangan dan penyebaran informasi menjadi lebih efisien.

JATS yang merupakan sistem perdagangan terpadu, yaitu sistem perdagangan efek berbasis komputer yang dipadukan dengan sistem penyelesaian sistem depository terpusat dan sistem akuntansi. Dengan memantau kondisi pasar melalui terminal komputer JATS, seorang pialang dapat memberikan informasi pasar yang akurat kepada dealer melalui telepon.

Implementasi JATS dilaksanakan secara bertahap. Untuk tahap awal, yang dimulai pada 22 Mei 1995, dioperasikan sistem perdagangan yang mirip sistem perdagangan manual namun dilaksanakan dengan komputer. Pada tahap kedua (kuartal keempat tahun 1995), diperkenalkan fungsi baru pada sistem perdagangan seperti pra-pembukaan, sistem pengawasan dan sistem pendukung perorangan. Untuk tahap ketiga diimplementasikan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*). Sedang pada tahap keempat (1996) diimplementasikan sistem perdagangan kertas (*scripless trading*) di PT Kliring Deposit Efek Indonesia.

Selain JATS, pemerintah juga berupaya dalam mengatur Bursa Pasar Modal Indonesia secara lebih komprehensif, yaitu dengan dikeluarkannya Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang mulai berlaku efektif pada 1 Januari 1996.

Adapun materi pokok yang terdapat di dalam UU No. 8/1995 tentang Pasar Modal tersebut antara lain :

a. Perluasan fungsi Bapepam

1. Bapepam mempunyai wewenang untuk memberikan, mencabut, menunda sementara, membekukan ijin bagi seluruh lembaga terkait di pasar modal.
2. Bapepam mempunyai wewenang untuk melakukan penyidikan kepada para pelaku pasar modal dan pihak yang terlibat dalam pelanggaran ketentuan pasar modal.

- b. Penegasan Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjamin, serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian sebagai *Self Regulatory Organization* (SRO).
- c. Pengenalan Reksa Dana Terbuka dan Kontrak Investasi Kolektif (KIK).
 1. Reksa Dana Terbuka (*open end fund*) merupakan suatu produk pasar modal yang dapat dijual kembali kepada penerbitnya setiap saat pada nilai aset bersihnya.
 2. KIK merupakan bentuk reksa dana yang pembentukannya bersifat fleksibel karena hanya berdasarkan kontrak antara manajer investasi dengan Bank Kustodian. Bukti penyertaan KIK disebut unit penyertaan.
- d. Penegasan profesi penunjang pasar modal
Profesi penunjang yang melakukan kegiatan di pasar modal wajib mendaftarkan ke Bapepam sebelum melakukan kegiatannya.
- e. Penegasan mengenai emiten dan perusahaan publik.
 - Emiten adalah pihak yang bermaksud melakukan penawaran umum kepada masyarakat dan wajib menyampaikan pernyataan pendaftaran ke Bapepam untuk memperoleh pernyataan efektif sebagai dasar melakukan penawaran umum kepada masyarakat.
 - Perusahaan publik adalah perusahaan yang memiliki modal disetor sebesar Rp. 3 milyar dan memiliki minimal 30 pemegang saham, wajib menyampaikan pendaftaran ke Bapepam.

- f. Saksi lebih berat bagi pelaku pasar modal yang melanggar ketentuan pasar modal
- Setiap pihak yang melakukan pelanggaran terhadap ketentuan pasar modal dikenakan sanksi pidana penjara paling lama sepuluh tahun dan denda paling banyak Rp. 15 milyar.
 - Sebelumnya, setiap pihak yang melakukan pelanggaran terhadap ketentuan pasar modal hanya dikenakan sanksi administratif setinggi-tingginya Rp. 1 milyar.