

ANALISIS SEKURITAS DI PASAR MODAL KECIL: PENGAMATAN DI BURSA EFEK JAKARTA*

Suad Husnan

ABSTRAK

Efisiensi informasi nampaknya mengalami peningkatan di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Proses belajar untuk melakukan analisis rasional nampak terlihat pada pasar perdana. Gejala thin trading, sebagai gejala yang umum terjadi di bursa kecil, juga dijumpai di BEJ. Meskipun standard CAPM nampaknya tidak berlaku di BEJ banyak saham yang mempunyai beta yang stabil. Akhirnya perkembangan pasar modal selama akhir 1993 menunjukkan bahwa hubungan antara money dan capital market menjadi makin erat. Peningkatan harga saham selama semester dua 1993 lebih banyak disebabkan karena penurunan tingkat bunga dari pada kenaikan profitabilitas perusahaan.

Pasar modal yang terdapat di berbagai negara banyak di antaranya yang masih termasuk kecil. Meskipun pasar modal Indonesia sudah mengalami perkembangan yang pesat - baik dalam hal jumlah perusahaan yang *listed* di bursa, nilai kapitalisasi, dan kegiatan perdagangan - secara relatif masih termasuk kecil. Pada akhir 1992, jumlah saham yang *listed* di BEJ adalah 153 dengan nilai kapitalisasi saham sekitar Rp.24,8 triliun (*Bank Indonesia*, Statistik Ekonomi-Keuangan Indonesia, Maret 1993). Di lingkungan Asean nilai kapitalisasi di BEJ barangkali hampir sama dengan *Manila Stock Exchange*, tetapi masih di bawah Thailand, Kuala Lumpur, apalagi Singapura.

1. Fungsi Ekonomi dan Keuangan dari Pasar Modal

Keberadaan pasar modal di suatu negara memberikan alternatif selain sistem perbankan di dalam memobilisasi dana masyarakat. Yang menarik adalah bahwa mobilisasi dana lewat pasar modal dilakukan secara "langsung", tanpa

* Makalah disampaikan pada Seminar Sistem Keuangan Indonesia, Dies Natalis Fakultas Ekonomi UGM ke-38, tanggal 18 September 1993

menimbulkan perantara keuangan (dalam sistem perbankan, bank bertindak sebagai perantara keuangan). Pihak yang memerlukan dana (umumnya perusahaan) mendapatkan dana langsung dari masyarakat, setelah perusahaan memenuhi berbagai persyaratan yang ditentukan oleh lembaga yang berwenang mengawasi pasar modal (BAPEPAM).

Penghilangan unsur perantara dalam mobilisasi dana ini membawa daya tarik bagi *lenders* dan *borrowers*, karena keduanya bisa memperoleh manfaat. Dalam penerbitan obligasi misalnya, perusahaan bisa menawarkan suku bunga yang lebih tinggi dari suku bunga deposito, tetapi masih lebih rendah dari suku bunga kredit (*even* untuk *prime customers*). Semakin tinggi *spread* yang ada dalam sistem perbankan, semakin besar peluang pasar modal untuk memanfaatkan keadaan tersebut.

Keberadaan pasar modal juga memungkinkan perusahaan menghimpun dana dalam bentuk modal sendiri, sehingga bisa dihindari posisi *financial leverage* yang terlalu tinggi. Memang benar bahwa penggunaan utang memberikan manfaat dalam hal *tax deductibility of Interest payment*, tetapi penggunaan utang yang tinggi akan memperbesar peluang untuk mengalami kebangkrutan. Dalam situasi biaya kebangkrutan diperkirakan sangat tinggi, manfaat penggunaan utang akan dipenalti oleh kerugian karena kebangkrutan. Karena itulah perusahaan mungkin menghindari penggunaan *financial leverage* yang terlalu tinggi.

2. Risiko Membeli Sekuritas

Membeli sekuritas yang diperjualbelikan di bursa (baik obligasi maupun saham) selalu mempunyai risiko. Normalnya saham mempunyai risiko yang lebih tinggi dari obligasi. Meskipun demikian tidak berarti obligasi merupakan investasi yang *risk free*. Selalu ada kemungkinan bahwa obligasi tersebut mengalami *default*. Hal yang sama juga berlaku kalau masyarakat menabung di bank. Demikian juga pemberian kredit yang dilakukan oleh bank. Kalau masyarakat bisa mengklasifikasikan bank yang aman dan yang berisiko, maka pengklasifikasian

yang sama juga bisa dan perlu dilakukan terhadap berbagai obligasi yang diterbitkan di pasar modal.

Kalau kredit bisa macet, maka obligasi juga bisa *default*. Bedanya, banyak pihak yang terlibat dalam penerbitan obligasi (*underwriter*, akuntan publik, notaris, konsultan hukum, wali amanat, *appraisal*, dan, tentu saja, BAPEPAM), sehingga di samping banyak pihak yang melakukan analisis, analisis akan dilakukan secara terbuka. Hal ini akan memperkecil kemungkinan terjadinya kesalahan dan kecurangan.

Pembelian saham, juga tidak terlepas dari risiko. Harga saham bisa naik, bisa pula turun. Hal ini yang perlu disadari oleh para pemodal. Secara teoritis, harga saham akan naik kalau para pemodal mengharapkan peningkatan profitabilitas perusahaan yang menerbitkan saham sedangkan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal konstan (atau malah turun).

Karena pasar modal hanya bisa berkembang kalau terdapat *supply* dan *demand* akan sekuritas yang memadai, maka minat dan kepercayaan para pemodal merupakan faktor-faktor penting yang akan mendorong demand akan sekuritas. Analisis terhadap faktor-faktor yang diperkirakan akan mempengaruhi harga saham, risiko yang ditanggung pemodal, merupakan faktor yang akan mempengaruhi perkembangan pasar modal. Kepercayaan para pemodal (dan analisis sekuritas) akan analisis yang mereka lakukan akan berpengaruh positif terhadap kegiatan transaksi di pasar modal.

3. Pasar Modal yang Kecil: Ciri dan Masalah dalam Analisis

Pasar modal yang kecil ditunjukkan dari sedikitnya jumlah sekuritas yang *listed*, jumlah transaksi yang kecil, sedikitnya para pelaku pasar modal, •asimetri informasi dan sebagainya. Dalam keadaan jumlah pelaku pasar yang sedikit, maka para pelaku relatif lebih mudah mempengaruhi harga saham. Pembelian (atau penjualan) saham dalam jumlah yang cukup besar oleh satu atau beberapa pelaku pasar akan membawa pengaruh terhadap harga saham dalam intensitas yang cukup berarti. Dalam keadaan tersebut salah satu asumsi *efficient market*

hypothesis yang menyatakan bahwa pemodal tidak bisa mempengaruhi harga, mungkin sekali tidak berlaku.

Karena itu dalam pasar modal yang kecil umumnya dijumpai ketidakefisienan pasar modal (dalam artian *informational efficiency*), seperti di Mesir dan Nigeria (Yacouf, 1980). Meskipun demikian umumnya dengan berjalannya waktu akan terjadi peningkatan efisiensi informasional ini (Hong Kong [Dawson, 1984], Indonesia [Husnan, 1991])¹. Peningkatan efisiensi ini terjadi karena beberapa faktor, di antaranya adalah (1) "proses belajar" dari para pemodal dan analis sekuritas, (2) makin banyaknya pelaku investasi di pasar modal, dan (3) perbaikan berbagai peraturan, aturan main, dan lembaga pendukung pasar modal.

Walaupun dengan berjalannya waktu akan terjadi kecenderungan peningkatan efisiensi, pasar modal yang kecil umumnya mempunyai karakteristik tertentu. Penggunaan *beta* (β) sebagai pengukur risiko misalnya (penerapan konsep *risk and return relationship*), umumnya menjumpai dua masalah, yaitu pertama, ada kecenderungan *beta understated* untuk saham yang jarang diperdagangkan, dan *overstated* untuk saham yang sering diperdagangkan (Dirnson, 1979). Kedua, pemilihan indeks pasar akan sangat mempengaruhi nilai (koefisien) *beta* (Theobald dan Husnan, 1993). Mengapa hal ini penting?

Karena analis dan pemodal (termasuk pengelola reksa dana) berkepentingan dengan bukan saja tingkat keuntungan yang diharapkan, tetapi juga risiko yang bersedia ditanggung. Kebijakan investasi para pemodal {termasuk didalamnya risiko yang bersedia ditanggung} bisa berbeda satu sama lain. Para analis sekuritas dan pengelola reksa dana haruslah bisa memilihkan sekuritas-sekuritas (*portofolio*) yang sesuai dengan risiko yang bersedia ditanggung para pemodal, pola arus kas yang mereka inginkan, dan status pajak

¹ Hasil penelitian di Hong Kong menunjukkan bahwa error terms tingkat keuntungan sekuritas-sekuritas yang ditaksir dengan menggunakan market model cenderung menjadi makin kecil untuk periode akhir dibandingkan dengan periode awal. Sedangkan di BEJ menunjukkan gejala perubahan harga yang makin acak, sehingga sulit menggunakan informasi perubahan harga di waktu yang lalu untuk secara konsisten untuk mengalahkan pasar.

mereka.² Kalau penaksiran risiko menjadi makin sulit dilakukan, analisis dan pemilihan sekuritas yang sesuai dengan preferensi risiko para pemodal juga menjadi makin sulit dilakukan.

Meskipun diakui bahwa penggunaan konsep *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dalam analisis sekuritas dihadapkan pada berbagai kritik³, harus diakui pula bahwa CAPM masih merupakan model yang paling banyak dipergunakan. Berbagai lembaga analis sekuritas (seperti Merrill Lynch di Amerika Serikat) secara rutin menerbitkan "buku beta" yang berisi taksiran beta dari berbagai perusahaan yang terdaftar di NYSE. Kesederhanaan CAPM nampaknya menjadi daya tarik yang utama bagi para analis untuk menggunakan model tersebut. Para praktisi nampaknya mengakui bahwa mungkin saja terjadi misspesifikasi penaksiran dengan model tersebut, tetapi paling tidak CAPM bisa membantu mempertajam *judgement* pemodal atau analis sekuritas.

Karena CAPM pada dasarnya merupakan *one factor model* dalam menaksir harga sekuritas (satu-satunya faktor yang mempengaruhi adalah risiko), pelanggaran bisa dilakukan dengan mengintrodusir faktor tambahan. Faktor ini yang nampaknya perlu diperhatikan dalam analisis, terutama di pasar modal yang kecil. Salah satu faktor penting yang perlu diperhatikan adalah likuiditas. Likuiditas disini diartikan sebagai harga yang akan diterima oleh penjual kalau menjual sekuritas secara tergesa-gesa. *Sharpe dan Alexander* (1989) mengukurnya dengan perbedaan relatif antara *bid and ask price*. Untuk sekuritas yang mempunyai beta yang sama, tetapi likuiditasnya lebih rendah, akan mempunyai harga yang lebih rendah.

4. Analisis Sekuritas di BEJ: Beberapa Pengamatan

Pengujian perubahan harga saham di BEJ menunjukkan bahwa koefisien otokorelasi perubahan harga dengan beberapa *lags* cenderung menjadi makin

² Analis sekuritas yang bersikap seperti ini pada dasarnya berpendapat bahwa akan sangat sulit "mengalahkan pasar".

³ Kritik yang paling mendasar diberikan oleh Ross (1976) tentang tidak mungkin diperoleh indeks pasar yang efisien (sebagaimana disyaratkan oleh CAPM). Berbagai hasil penelitian menunjukkan bahwa Zero Beta CAPM lebih berlaku daripada Standard CAPM.

dekat dengan nol. Ini berarti bahwa perubahan harga saham makin memenuhi pola random walk (Husnan, 1992). Apabila pola ini berlaku untuk tahun-tahun yang akan datang, maka analisis teknikal akan sulit untuk, **secara konsisten**, dipergunakan mengalahkan pasar⁴. Analisis sekuritas akan menjadi makin banyak mendasarkan diri pada analisis fundamental.

Proses belajar untuk melakukan analisis yang rasional nampak terlihat pada *first issues market* (pasar perdana). Indikasi harga saham yang dianggap *undervalue* (terlalu murah) pada pasar perdana cenderung turun dari tahun ke tahun (Husnan, 1993). *Price Earnings Ratio* (PER) saham-saham yang ditawarkan pertama kali di pasar perdana menurun dari sekitar 20-30x pada tahun 1989/1990 menjadi di bawah 15x pada tahun 1992. Ini berarti bahwa pemodal dan *underwriter* menjadi makin kritis untuk tidak begitu saja menerima harga yang akan ditawarkan oleh para emiten.

Gejala *thin trading* juga dijumpai di BEJ (Husnan, 1993). Penggunaan *simple market model* untuk menaksir beta (sebagai indikator risiko) nampak cenderung *understated*. Ini berarti bahwa suatu saham yang dinilai mempunyai risiko tertentu, sebenarnya risikonya mungkin lebih tinggi. Yang menarik adalah bahwa pengamatan pada tahun 1990 dan 1991 menunjukkan nilai-nilai beta ternyata relatif cukup stabil. Ini berarti bahwa suatu saham yang mempunyai beta yang tinggi pada tahun 1990, juga akan mempunyai beta yang tinggi (relatif dibandingkan dengan saham lainnya). Kestabilan beta ini bermanfaat dalam penggunaan data historis sebagai prediktor nilai beta di masa yang akan datang. Pengujian apakah dijumpai hubungan yang positif antara beta dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (terhadap 30 saham untuk tahun 1992), menunjukkan bahwa meskipun koefisien regresinya positif, sayangnya koefisien tersebut tidak signifikan. Demikian juga *intercept* yang diharapkan mendekati

⁴ Tidak semua pemodal dan/atau analis sekuritas percaya akan hal ini. Buku atau pedoman yang kurang lebih berjudul *it is not what securities you select when you buy or sell them*, menunjukkan penggunaan analisis teknikal.

tingkat bunga deposito, ternyata terlalu tinggi. Penemuan ini mengindikasikan bahwa standard *CAPM* tidak berlaku di BEJ⁵.

Di samping masalah metodologi, hasil tersebut bisa disebabkan karena asimetri informasi sehingga pasar modal cenderung tidak efisien secara informasional. Yang kedua adalah kemungkinan yang berlaku sebenarnya bukan *one factor model*. Sedangkan faktor lainnya adalah bahwa mungkin pemilihan indeks pasar yang dipergunakan (dalam pengamatan tersebut dipergunakan IHSG).

Karena di bursa yang kecil umumnya faktor likuiditas berpengaruh cukup besar, maka pengamatan berikutnya adalah memasukkan faktor likuiditas ke dalam pengamatan. Dengan demikian dicoba model yang menyatakan bahwa

$$R_j = f(b_j, L_j)$$

Dalam hal ini R_j adalah tingkat keuntungan saham j , b_j adalah beta saham j , dan L_j adalah likuiditas saham j (sebagaimana didefinisikan oleh *Sharpe dan Alexander*, 1989).

Hasil yang diperoleh ternyata tidak lebih baik daripada sewaktu digunakan *one factor model*. Yang menarik adalah bahwa sewaktu dipergunakan *variance* tingkat keuntungan sebagai ukuran risiko, model dua faktor dengan memasukkan faktor likuiditas menunjukkan hasil yang lebih baik dibandingkan dengan penggunaan beta sebagai pengukur risiko. Karena *variance* menunjukkan risiko total, sedangkan beta menunjukkan risiko sistematis, maka pertanyaan berikutnya adalah apakah para pemodal di BEJ lebih berkepentingan dengan risiko total dan bukannya risiko sistematis. Hal ini akan benar kalau ternyata jarang pemodal yang melakukan diversifikasi, atau diversifikasi yang dilakukan tidak memadai (karena keterbatasan saham yang bisa dipilih).

Kemungkinan lainnya adalah bahwa penggunaan IHSG sebagai indeks pasar mungkin menimbulkan masalah-masalah estimasi. Karena bobot IHSG didominasi oleh saham-saham tertentu, maka perubahan harga saham-saham

⁵ Beberapa masalah metodologi sebagaimana diidentifikasi oleh Elton dan Gruber (1991) belum diteliti dalam pengamatan yang kami lakukan.

tersebut akan berpengaruh besar dalam pembentukan indeks. Kedua, IHSG memasukkan semua saham dalam perhitungan sehingga saham yang tidak terjadi transaksi tetap dihitung sebagai "tidak mengalami perubahan harga". Kemungkinan penggunaan indeks lain (dengan membentuk indeks pasar sendiri yang dirasa lebih mencerminkan keadaan bursa efek), bisa memberikan hasil yang lebih bisa diperbandingkan.

Meskipun demikian perkembangan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) di BEJ selama beberapa bulan terakhir ini mengundang pertanyaan, apakah pola *cyclical* bisa diidentifikasi di pasar modal Indonesia (dengan periode 3-4 tahun) ataukah masih dominannya para noise *traders* di BEJ.⁶ Selama tahun 1993, IHSG telah meningkat dari sekitar 275 (awal Januari) menjadi 431 (15 September 1993). Naik sekitar 57% selama 8,5 bulan. Kalau ini diartikan sebagai "boom" pasar modal (lagi), maka ada beberapa indikator yang mirip dengan keadaan tahun 1989 dan awal 1990.

Pertama, turun atau rendahnya suku bunga deposito (pada saat ini bahkan lebih rendah dari tahun 1989). Kedua, pertumbuhan ekonomi diperkirakan masih cukup memadai (6% atau lebih). Ketiga, bank-bank tidak mengalami kesulitan likuiditas (bahkan menunjukkan gejala kelebihan likuiditas).

Bisa terjadi bahwa kenaikan harga saham pada umumnya lebih disebabkan oleh menurunnya suku bunga deposito (dan meningkatnya permintaan akan saham karena terjadi pengalihan dana dari deposito ke saham) daripada karena membaiknya kinerja keuangan yang diharapkan oleh para pemodal. Pengamatan terhadap 31 saham menunjukkan bahwa terjadi peningkatan EPS sebesar hampir 7% pada semester I tahun 1993 (dibandingkan dengan semester I 1992), dan peningkatan harga saham hampir 34% selama 8 bulan pada tahun 1993. Apabila pertumbuhan EPS sebesar 7% pada semester I 1993 **diharapkan** akan diikuti pertumbuhan yang lebih tinggi untuk tahun-tahun yang akan datang, peningkatan

⁶ Yaitu pemodal yang melakukan transaksi karena ikut-ikutan, berdasarkan rumors, dan berspekulasi jangka pendek. Lawannya adalah *smart investor*, Meskipun demikian diakui kadang-kadang sulit memisahkan kedua klasifikasi tersebut

harga saham yang mencapai 34% mungkin hanya merupakan antisipasi terhadap kemungkinan tersebut.

Indikator lain yang bisa dipergunakan untuk menilai kewajaran harga saham adalah dengan menggunakan PER. Apabila diasumsikan bahwa perusahaan tidak menambah *external financing*, dan *payout ratio* dipegang konstan maka PER akan dipengaruhi oleh pertumbuhan EPS dan berubahnya biaya modal sendiri. Peningkatan harga saham masih dikatakan wajar kalau diikuti peningkatan EPS (tidak harus proporsional). Apabila ternyata kemudian PER menjadi makin tinggi, bisa terjadi kenaikan harga saham tersebut lebih banyak dikarenakan peran para *noise trader*.

5. Kesimpulan

Secara keseluruhan bisa disimpulkan bahwa keberadaan pasar modal yang efisien akan memberikan dampak yang sangat positif dalam perkembangan sistem keuangan suatu negara. Pengembangan pasar modal di samping tidak bisa dilepaskan dari faktor-faktor makro ekonomi, juga perlu dilakukan secara terarah dan bertahap. Kepercayaan para pemodal terhadap pasar modal perlu terus ditumbuhkembangkan. Di samping berbagai peraturan yang menghindarkan pemodal dari abuse para pelaku di pasar modal, penyebaran informasi yang cepat, lengkap, akurat, dan bisa diandalkan dalam analisis akan membantu peningkatan kepercayaan pemodal.

Dalam pasar modal yang muda dan relatif kecil, analisis sekuritas mungkin lebih banyak menjumpai masalah daripada solusinya. Keterbatasan dan penyebaran informasi akan menjadi penyebab asimetri informasi sehingga model-model penaksiran harga saham sulit untuk diaplikasikan. Juga size yang kecil bisa menyebabkan risiko yang ditanggung pemodal menjadi lebih besar daripada yang ditaksir.

Referensi

1. Dawson, S., 1984, "*The Trend Toward Efficiency for Less Developed Stock Exchange: Hong Kong*", **Journal of Business Finance and Accounting**, pp.151- 161.
2. Dimson, E., 1979, "*Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading*", **Journal of Financial Economics**, pp. 197-216.
3. Elton, E.J, and Gruber, M.J., 1991, **Modern Portofolio Theory and Investment Analysis**, John Wiley and Sons
4. Husnan, S., 1991-, "*Pasar Modal Indonesia: Makin Efisienkah?*", **Management & Usahawan Indonesia**, Juni.
5. Husnan, S., 1993, "*The First Issues Market: The Case of Indonesian Bull Market*", mimeo, Faculty of Economics, Gadjah Mada University.
6. Husnan, S. and Theobald, M., 1993, "*Thin Trading and Index Sensitivity in Events Studies: The Case of the Indonesian Stock Market*", **Research in Third World Accounting**, vol. 2, pp.353-367.
7. Ross, S.A., 1976, "*The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*", **Journal of Economic Theory**, pp.341-360.
8. Sharpe, W.F., and Alexander, G.J., 1989, **Fundamentals of Investments**, Prentice Hall.
9. Yacout, N.M., 1980, *Capital Markets in Developing Countries*, **Unpublished Ph.D thesis**, Department of Accounting & Finance, University of Birmingham, England.