

## EKSPLORASI TINGKAT EFISIENSI PASAR MODAL INDONESIA STUDI KASUS DI BURSA EFEK INDONESIA

Sri Utami Ady<sup>1)</sup>, Alvy Mulyaningtyas<sup>2)</sup>

<sup>1,2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dr. Soetomo

E-mail: [sri.utami@unitomo.ac.id](mailto:sri.utami@unitomo.ac.id)

(Diterima: 06 Juni 2017, direvisi: 06 Juni 2017, dipublikasikan: 30 Agustus 2017)

---

### ABSTRACT

*The purposed of this research was to understood and analyzed the behavior of individual investors and saw their understanding of the efficiency of capital markets and their adjustment of behavior. Specific targets to be achieved from this research was the creation of a model of investor behavioral construction in understanding and behaving in accordance with the level of capital market efficiency understood by investors and how they adapted to all changes that occurred dynamically. Using postitative paradigm qualitative with case study method, and data collection method through indepth interview, participant observation and documentation, was expected to produced a theory based on direct data from field in the field of capital market in Indonesia. Data analysis was done by case study method. Number of informants as many as 5 informants obtained using conditio sine qua non method. The result of the research showed that (1) The Indonesian capital market had not functioned optimally to improved the economy of Indonesian society because most of the investors were foreign investors who felt the benefit of their existenced. (2) Indonesia's capital market was a weak form level, who made Investors difficult to got a return based on historical information and random walk stocks so that the use of technical analysis was less useful (3) Efficient market hypothesys assumed Rational Economic Man (REM) which was very difficult to applied because in reality investor behavior was not rational So the appropriated assumption was Behaviorally Bias Men (BBM).*

**Keyword** : case study, investor behavior, behavioral finance, investment's psychology

---

### PENDAHULUAN

Perilaku Investor masih merupakan sesuatu yang menarik untuk di kaji. Keputusan investasi seringkali dilakukan oleh investor bukan berdasarkan faktor fundamental, melainkan mengikuti perilaku sebagian besar orang di pasar.

Penelitian tentang perilaku investor ini dimotivasi oleh adanya fenomena bahwa kebanyakan investor melakukan transaksi dalam jangka pendek, yang sangat dipengaruhi oleh faktor psikologis (Ady, 2013). Odean (1999 dalam Thaler, 2000) menunjukkan bahwa transaksi berlebihan dapat membatasi keuntungan berinvestasi, sedangkan Buffet dalam Hagstrom (2010) menunjukkan perilaku *overtrading* cenderung mengurangi keuntungan berinvestasi dan beratnya beban psikologis. Sementara di sisi teori manajemen keuangan, investasi adalah komitmen atas sejumlah dana terhadap satu atau lebih asset yang akan dipegang selama beberapa waktu ke depan/jangka panjang (Jones, 1998) dengan asumsi pasar modal efisien.

Hipotesis pasar efisien (Fama, 1970) menunjukkan bahwa harga saham di pasar modal mencerminkan semua informasi yang relevan. Pemahaman terhadap pasar modal yang efisien akan membawa pengaruh yang cukup besar terhadap cara melakukan analisis

saham. Cara analisis yang terpengaruh paling besar adalah analisis teknikal, karena jika pasar modal efisien, analisis teknikal diragukan manfaatnya karena harga saham akan acak tidak dipengaruhi oleh data historis di masa lalu (Harianto dan sudomo, 1998), sementara fenomena di lapangan untuk investor Surabaya kebanyakan adalah investor jangka pendek yang hanya menggunakan analisis teknikal dalam keputusan pembelian dan penjualan saham. Tidak mengherankan jika banyak berkembang di sebagian besar masyarakat Surabaya, pandangan bahwa investasi saham tidak akan menguntungkan karena adanya pengalaman kerugian yang dialami.

Penelitian ini merupakan penelitian terhadap perilaku investor di pasar modal. Guba dan Lincoln dalam Denzin dan Lincoln (2009) menunjukkan bahwa perilaku manusia berbeda dengan perilaku benda-benda fisik, tidak dapat dipahami tanpa mengacu pada makna dan tujuan yang dilekatkan oleh pelaku-pelaku manusia pada berbagai aktivitas mereka. Perilaku manusia adalah perilaku yang sangat unik dan berdasarkan pengalaman seseorang yang bersifat spesifik dan tergantung pada konteks, sehingga untuk mengerti perilaku seseorang harus memahami makna dibalik perilaku. Data kualitatif diyakini dapat memberikan pengertian yang mendalam tentang perilaku manusia dari sisi ontology, epistemologi, sifat manusia dan metodologinya.

Berdasarkan penggolongan dari sisi ontology, epistemologi, sifat manusia dan metodologi, perilaku manusia merupakan produk dari kognitif individu yang muncul melalui proses terbentuknya persepsi dan sikap, sehingga perilaku masuk dalam kategori nominalisme. Studi tentang perilaku manusia adalah lebih *soft*, lebih subyektif, berdasarkan pengalaman dan sifat seseorang yang unik, bermula dari kajian mengenai kontribusi utama psikologis, hanya dapat dipahami dengan mendapat pengetahuan langsung dari subyek yang diteliti sehingga lebih cocok didekati dengan studi post-positivisme dan pendekatan subyektif.

Hal ini memotivasi keingintahuan untuk memahami perilaku investor menurut persepsi dari investor sendiri mengenai cara menganalisis saham di pasar modal menggunakan metode kualitatif, untuk memahami sejauh mana tingkat efisiensi pasar modal Indonesia, sehingga permasalahan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Bagaimanakah persepsi investor tentang efisiensi pasar modal Indonesia?
- b. Bagaimana peran dari tingkat efisiensi pasar pada perilaku investor dalam menganalisis saham dan menghasilkan tingkat keuntungan yang diperoleh investor Surabaya?

## **KERANGKA TEORITIS**

### **Pengertian Perilaku**

Perilaku dapat diartikan sebagai suatu respons organisme atau seseorang terhadap rangsangan dari luar subjek tersebut. Perilaku diartikan sebagai suatu aksi-reaksi organisme terhadap lingkungannya. Perilaku baru terjadi apabila ada sesuatu yang diperlukan untuk menimbulkan reaksi, yakni yang disebut rangsangan. Berarti rangsangan tertentu akan menghasilkan reaksi atau perilaku tertentu. Perilaku manusia adalah aktivitas yang timbul karena adanya stimulus dan respons serta dapat diamati secara langsung maupun tidak langsung.

Dalam teori perilaku individu ini, berturut-turut akan dibahas mengenai Persepsi, motif dan motivasi, sikap, kepribadian, perilaku dan pembelajaran yang merupakan pembentuk perilaku individu. Persepsi (*perception*) dalam arti sempit adalah penglihatan, bagaimana cara seseorang melihat sesuatu, sedangkan dalam arti luas adalah pandangan

atau pengertian, yaitu bagaimana seseorang memandang atau mengartikan sesuatu (Leavitt, 1978).

Para ahli memberikan pengertian tentang motif dengan bahasa dan titik tekan yang berbeda-beda, sesuai dengan bidang ilmu yang dipelajari. Pada dasarnya terdapat kesamaan pendapat yang dapat ditarik mengenai pengertian motif ini, yakni bahwa motif adalah kondisi seseorang yang mendorong untuk mencari suatu kepuasan atau mencapai suatu tujuan. Jadi, motif adalah suatu alasan atau dorongan yang menyebabkan seseorang berbuat sesuatu, melakukan tindakan, atau bersikap tertentu. Motivasi merupakan istilah yang lebih umum yang menunjuk pada seluruh proses gerakan, termasuk situasi yang mendorong, dorongan yang timbul dalam diri individu, tingkah laku yang ditimbulkannya, dan tujuan atau akhir dari gerakan atau perbuatan. (Sobur, 2011).

Sikap (*attitudes*) merupakan pernyataan evaluatif, baik yang menyenangkan maupun yang tidak tentang suatu obyek, orang, atau peristiwa, (Robbins, 2002). Jung mendefinisikan sikap (*attitude*) sebagai suatu kecenderungan untuk bereaksi, atau bereaksi dalam sebuah arah karakter, Feist dan Feist (2010).

Allport mendefinisikan kepribadian sebagai berikut: "*Personality is the dynamic organization system that determine his unique adjustments to his environment*" (Kepribadian adalah organisasi-organisasi dinamis dari sistem-sistem psiko-fisik dalam individu yang turut menentukan cara-caranya yang unik/khas dalam menyesuaikan diri dengan lingkungannya).

Definisi belajar adalah segala perubahan perilaku yang relatif permanen dan terjadi sebagai hasil dari pengalaman (Robbins, 2002). Walker (1967) mengemukakan arti belajar dengan kata-kata yang singkat, yakni perubahan perbuatan sebagai akibat dari pengalaman.

## **Teori Investasi**

Pengertian sederhana dari investasi adalah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan atas uang atau dana tersebut, Suhartono & Qudzi (2009). Investasi juga diartikan sebagai komitmen atas sejumlah dana terhadap satu atau lebih asset yang akan dipegang selama beberapa waktu ke depan, Jones (1998). Tandelilin (2010) mendefinisikan investasi sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan di masa datang.

Tujuan berinvestasi adalah untuk meningkatkan kemakmuran, dimana untuk tujuan tersebut dapat didefinisikan sebagai kekayaan moneter, baik saat ini maupun di masa depan. Jones (1998). Tujuan yang lain adalah mencari cara untuk mengatur kekayaan dengan efektif, meningkatkannya semaksimal mungkin sambil melindunginya dari inflasi, pajak dan faktor yang lain.

## **Analisis Sekuritas**

### **A. Analisis Fundamental : Makro Ekonomi dan Industri**

Terdapat tiga tahap pendekatan Top Down, Jones (1998), yaitu :

1. Analisis Ekonomi, digunakan untuk menentukan bobot ekuitas dalam portofolio.
2. Analisis Industri, digunakan untuk menentukan bobot berbagai industri dalam portofolio, karena berbagai faktor, yaitu : (a) *Return* & risiko antar industri berbeda (b) *Return* suatu industri berubah antar waktu, tetapi risiko tetap (c) *Return* perusahaan dalam industri sama, bisa sangat berbeda (d) Memberikan fondasi untuk analisis perusahaan.

3. Perubahan ekonomi negara lain, menentukan bobot perusahaan dalam berbagai industri. Menentukan bobot perusahaan dilakukan dengan cara : (a) Menganalisis kinerja masa lalu & masa datang perusahaan (b) Membandingkan nilai intrinsik & nilai pasar (c) Memilih saham terbaik dalam industri.

### **B. Analisis Teknikal**

Analisis ini merupakan upaya untuk memperkirakan harga saham dengan mengamati perubahan harganya di waktu yang lalu. Analisis tersebut mengasumsikan (1) bahwa harga saham mencerminkan informasi yang relevan, (2) bahwa informasi tersebut ditunjukkan oleh perubahan harga di waktu yang lalu, dan (3) karenanya perubahan harga saham akan mempunyai pola tertentu, dan pola tersebut akan berulang, Harianto, Sudomo (1998).

### **C. Pasar Modal Efisien**

Pasar modal efisien dibedakan menjadi tiga tingkat, yaitu (Anoraga dan Pakarti 2001:85):

#### 1. Pasar efisien bentuk lemah (weakform)

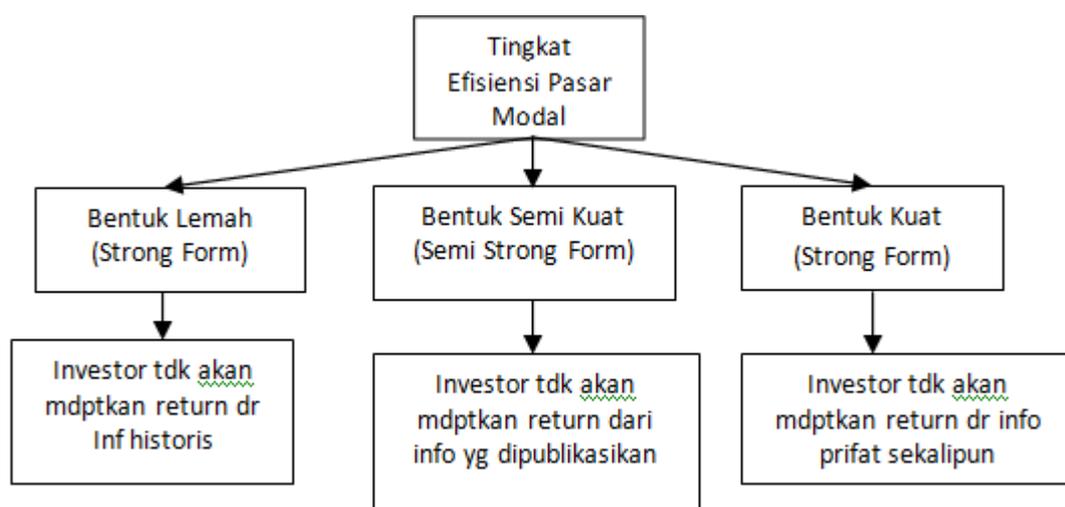
Adalah suatu pasar modal dimana harga saham sekarang merefleksikan semua informasi di masa lalu (seperti harga dan volume perdagangan dimasa lalu), sehingga harga saham saat ini dihubungkan informasi masa lalu untuk membantu menentukan harga saham sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut tidak bisa langsung digunakan untuk memprediksi perubahan dimasa yang akan datang karena sudah tercermin pada harga saham saat ini. Dalam pasar weak form, investor tidak akan mendapatkan abnormal return dari informasi harga di masa lalu.

#### 2. Pasar efisien bentuk setengah kuat (semi strong)

Pasar efisien bentuk setengah kuat adalah pasar dimana harga saham pada pasar modal menggambarkan semua informasi yang dipublikasikan (seperti laba, deviden, pengumuman stock split, penerbitan saham baru dan kesulitan keuangan yang dialami perusahaan) sampai ke investor. Tujuannya adalah untuk meminimalkan mis informasi mengenai operasi perusahaan dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu saham yang telah dikeluarkan oleh emiten, sehingga semua informasi yang relevan dipublikasikan sudah terrefleksikan pada harga saham saat ini. Dalam pasar efisien bentuk setengah kuat ini investor tidak dapat berharap akan mendapatkan abnormal return jika strategi yang dilakukan hanya didasari oleh informasi yang telah dipublikasikan.

#### 3. Pasar efisien bentuk kuat (strong form)

Pasar modal yang efisien dalam bentuk kuat merupakan tingkat efisien pasar yang tertinggi (konsep pasar yang tertinggi). Konsep pasar efisien bentuk kuat mengandung arti bahwa harga saham saat ini merefleksikan semua informasi yang relevan baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan (private information), sehingga investor dalam pasar bentuk ini tidak akan dapat memperoleh *abnormal return* meskipun memiliki informasi prihat sekalipun. *Private Information* adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategi.



Gambar 1. Hipotesis Pasar Efisien (Fama, 1956)

Tujuan dari Fama (1970) membedakan ke dalam tiga macam bentuk pasar efisien ini adalah untuk mengklasifikasikan berbagai penelitian empiris akan efisiensi pasar. Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat, dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Tingkat kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah. Pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya bahwa pasar efisien bentuk lemah tidak harus berarti pasar efisien bentuk setengah kuat.

Penelitian tentang efisiensi pasar modal Indonesia dilakukan oleh Tjandra (2006), yang menunjukkan bahwa Bursa Efek Indonesia (Bursa Efek Jakarta saat itu) memiliki bentuk semi kuat. Hasil ini ditunjukkan dengan kandungan informasi dalam pengumuman inisiasi dividen yang positif dan signifikan sekitar 6% di *event date*, dan ada kecepatan penyesuaian dari reaksi pasar terhadap pengumuman inisiasi dividen selama 1 hari, hari ke satu di tanggal kejadian. Penelitian ini juga didukung model *agency cost* dan teori *signaling*, yang ditunjukkan oleh tingginya tingkat biaya agensi dan asimetri informasi. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Khajar (2008), yang menunjukkan bursa efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah baik pada periode krisis maupun pasca krisis. Utami (2017) dengan menggunakan sampel 77 perusahaan LQ-45 menunjukkan adanya autokorelasi antara harga saham saat ini dengan harga saham sebelumnya yang menunjukkan harga saham tidak bergerak secara random (*random walk*). Hal ini mengindikasikan bahwa bursa efek Indonesia belum efisien dalam bentuk lemah.

### Teori Keuangan Perilaku (*behavioral Finance*)

*Behavioral finance* (keuangan perilaku) adalah aplikasi dari psikologi terhadap ilmu keuangan, menjadi topik yang sangat panas sejak terjadinya *tech-stock bubble* pada bulan Maret 2000, (Pompian, 2006). *Behavioral finance* (keuangan perilaku) muncul sebagai kritik terhadap asumsi REM (*Rational Economic man*) bahwa manusia memiliki rasionalitas yang sempurna, kepentingan pribadi yang sempurna dan informasi yang

sempurna seperti pada teori keuangan konvensional. Kritik terhadap asumsi REM memunculkan konsep BBM (*behaviorally bias man*) bahwa manusia memiliki rasionalitas yang terbatas (*bounded rationality*), tidak memiliki kepentingan pribadi yang sempurna sehingga muncullah kedermawanan, empati pada orang lain dan informasi yang tidak sempurna sehingga perilaku manusia dipengaruhi oleh bias kognitif dan bias psikologis.

Kenyataannya rasionalitas bukanlah penentu primer, banyak psikolog percaya bahwa intelektual tunduk pada emosi manusia, bahwa perilaku manusia lebih banyak dihasilkan dari impuls subyektif, seperti rasa takut, cinta, benci, senang, dan sakit daripada hasil dari logika.

Dalam dunia investasi, terdapat subyek dalam jumlah yang tidak terbatas yang harus diketahui dan dipelajari, dan investor yang paling sukses sekalipun bukanlah master dalam semua disiplin ilmu. Keuangan perilaku (*Behavioral Finance*) merupakan paradigma baru dalam keuangan, yang memberi suplemen untuk teori keuangan standart dengan memperkenalkan aspek-aspek perilaku pada pengambilan keputusan. Berbeda dengan pendekatan Markowitz dan Sharpe, keuangan perilaku menyetujui cara individu menggunakan informasi. Keuangan perilaku mencoba mencari dan memprediksi implikasi pasar finansial sistematis pada proses keputusan psikologi. Keuangan perilaku berfokus pada aplikasi dan prinsip ekonomi untuk pengembangan pembuatan keputusan finansial, (Olsen, 1998) .

Dari sisi Behavioral Finance, hipotesis pasar efisien masih menjadi perdebatan, karena asumsi hipotesis pasar efisien sama seperti teori keuangan konvensional adalah REM (Rational Economic Man) yang dalam dunia nyata sulit untuk ditemukan. Banyak Investor yang bertindak tidak rasional dalam pengambilan keputusan keuangan dan investasi sehingga harga saham yang terjadi bukanlah harga yang mencerminkan semua informasi yang relevan dan juga rasional sesuai dengan fundamental perusahaan, tetapi harga yang mencerminkan tingkat psikologis investor ((Ady, (2013); Buffet dalam Hagstrom(2010)). Artinya dengan kata lain pasar tidak pernah efisien karena harga yang terjadi tidak mencerminkan informasi yang relevan.

## **METODE PENELITIAN**

### **1. Paradigma Penelitian Interpretif**

Paradigma merupakan perspektif riset yang digunakan peneliti yang berisi bagaimana peneliti melihat realita (world view), bagaimana mempelajari fenomena, cara-cara yang digunakan dalam penelitian dan cara-cara yang digunakan dalam menginterpretasikan temuan. Pemilihan paradigma penelitian dalam konteks desain penelitian, menggambarkan pilihan suatu kepercayaan yang akan mendasari dan memberi pedoman seluruh proses penelitian. (Kuhn,1970). Pemilihan paradigma memiliki implikasi terhadap pemilihan metodologi dan metode pengumpulan dan analisis data. Hal ini menyesuaikan dengan dasar filosofi dari penelitian yang akan dilakukan.

Berdasarkan pengertian di atas, Paradigma dalam penelitian ini adalah post positivis. Penggunaan paradigma post positivis didasarkan pada pendapat Burrell dan Morgan (1979), bahwa ilmu sosial dapat dikonseptualisasikan dengan empat asumsi yang berhubungan dengan ontology, epistemologi, sifat manusia (*human nature*), dan metodologi. Interaksi antara sudut pandang ontology, epistemologi, sifat manusia, dan metodologi memunculkan dua perspektif yang luas dan saling bertentangan yaitu pendekatan subyektif dan obyektif dalam ilmu sosial. Perilaku manusia merupakan produk

dari kognitif individu yang muncul melalui proses terbentuknya persepsi dan sikap. Studi tentang perilaku manusia adalah lebih *soft*, lebih subyektif, berdasarkan pengalaman dan sifat seseorang yang unik, bermula dari kajian mengenai kontribusi utama psikologis, dan hanya dapat dipahami dengan mendapat pengetahuan langsung dari subyek yang diteliti sehingga lebih cocok didekati dengan studi post-positivisme dan pendekatan subyektif dengan metode kualitatif.

Penelitian kualitatif dalam penelitian ini adalah salah satu metode penelitian peneliti terlibat dalam situasi dan *setting* sebagai observer partisipan dari fenomena yang diteliti yang bertujuan untuk mendapatkan pemahaman tentang kenyataan melalui proses berfikir induktif, yang diharapkan dapat selalu memusatkan perhatian pada kenyataan atau kejadian dalam konteks yang diteliti. Setiap kejadian merupakan sesuatu yang unik dan berbeda dengan yang lain karena perbedaan konteks.

Secara ontologis, manajemen mainstream sangat dipengaruhi oleh *physical realism* yang menganggap realitas obyektif berada secara bebas dan terpisah di luar diri manusia. Pandangan ontologi *physical realism* yang mekanistik, sebetulnya menurut Capra (1977) adalah pandangan ontology yang tidak tepat untuk memahami fenomena sosial. Realitas yang sebenarnya adalah realitas interdependen yang dibentuk melalui proses interaksi sosial yang kompleks dan berlangsung secara terus-menerus, sehingga dapat menciptakan gap yang lebar antara teori dan praktek. Menurut Capra (1997), Ilmu sosial (manajemen) adalah ilmu yang tidak bebas nilai, karena, pertama, dalam kenyataannya ilmuwan tidak akan bisa menanggalkan nilai (misal, ilmu pengetahuan, sifat, karakter dan nilai masyarakat) yang melekat secara inheren dalam dirinya, dan kedua, realitas yang diteliti adalah realitas yang tidak bebas nilai. Karena realitas tersebut dibangun melalui proses interaksi sosial (*social construction*).

Karakteristik pokok pendekatan kualitatif mementingkan makna, konteks, dan perspektif emik. Proses penelitian lebih berbentuk siklus dan proses, pengumpulan data berlangsung secara simultan dan lebih mementingkan kedalaman dari pada keluasan cakupan penelitian

## **2. Studi Kasus Sebagai Landasan Penelitian Kualitatif**

Penelitian ini menggunakan pendekatan studi kasus. Pendekatan ini bermaksud untuk mengeksplorasi bentuk efisiensi pasar modal Indonesia berdasarkan persepsi investor dan bagaimana mereka beradaptasi terhadap bentuk pasar tersebut untuk menghasilkan return saham

Tujuan utama metode studi kasus ini adalah untuk mendapatkan pemahaman yang mendalam dari berbagai sumber tentang kasus tertentu, dalam hal ini yang terkait dengan bentuk efisiensi pasar modal Indonesia dan bagaimana investor beradaptasi menghadapi segala informasi pada bentuk pasar tersebut.

## **3. Setting Penelitian**

Setting Penelitian ini adalah di investor pasar modal di Indonesia, dengan lokasi informan yang berada di Surabaya. Alasan pemilihan Kota Surabaya adalah (1) Kota Surabaya sebagai kota terbesar kedua dari jumlah investor Bursa Efek Indonesia setelah Jakarta, yang memiliki prospek yang baik di masa depan, (2) Surabaya merupakan kota terbesar di Jawa Timur. Kondisi fundamental Propinsi Jawa Timur pada tahun 2013 semakin membaik dengan perkiraan target pertumbuhan ekonomi sekitar 6-7%, sehingga

memungkinkan pasar modal berkembang dengan baik. Jumlah investor di Jawa Timur adalah 10% dari angka nasional dan diperkirakan akan terus meningkat di tahun 2014. Karena itu berbagai macam edukasi pasar modal dilakukan untuk meningkatkan pemahaman masyarakat akan seluk-beluk berinvestasi di pasar modal. Sebagai target di Jatim, BEI Surabaya menargetkan jumlah pemodal adalah 1% dari total penduduk Indonesia, atau sekitar 2,3 juta orang di Jatim menanamkan investasi di pasar modal. (<http://www.bisnis.com>). (3) Iklim usaha di kota Surabaya sebagai kota metropolitan yang lebih berkembang di antara kota-kota lain di Jawa Timur akan berpengaruh secara psikologis pada iklim investasi khususnya transaksi di pasar modal. Kondisi ini menyebabkan pentingnya penelitian mengenai perilaku investor di Kota Surabaya agar investor dapat berinvestasi dengan benar dan menguntungkan. (4) Peneliti lebih mengenal medan penelitian. Seperti dikemukakan oleh Patton dan Appelbaum (2003), kedekatan peneliti dengan orang-orang dan situasi yang diteliti merupakan syarat penting untuk keberhasilan penelitian yang menggunakan metode kualitatif. Penelitian ini dilakukan pada salah satu perusahaan sekuritas di Surabaya, yaitu Danareksa sekuritas. Pemilihan Danareksa Sekuritas sebagai konteks tempat dilakukannya penelitian dikarenakan adanya beberapa alasan, yaitu : Danareksa Sekuritas adalah salah satu perusahaan sekuritas yang berbentuk BUMN, sehingga banyak investor yang memilih perusahaan ini sebagai tempat untuk membuka *account* demi untuk keamanan.

#### 4. Informan dan Kehadiran Peneliti

Unit (satuan) analisis data penelitian ini adalah individu sebagai investor. Mengenai jumlah informan, Polkinghorne dalam Creswel (2007) merekomendasikan jumlah informan dalam fenomenologi antara 5 sampai 25 individu yang mengalami fenomena tersebut. Teknik penetapan informan kunci dalam penelitian ini menggunakan teknik *conditio sine qua non* (Fatchan, 2011), yaitu teknik penetapan informan berdasarkan criteria khusus. Oleh karena itu, jumlah bukan dijadikan pertimbangan utama, tetapi pertimbangan kualitas informasi yang didapat dan keterwakilan kasus lebih diutamakan.

Adapun beberapa kriteria pemilihan informan dalam penelitian ini adalah : (1) informan harus mengalami langsung situasi atau kejadian yang berkaitan dengan fokus penelitian. Tujuannya untuk mendapatkan deskripsi dari sudut pandang orang pertama. (2) informan mampu untuk menggambarkan kembali fenomena yang telah dialaminya, terutama dalam sifat alamiah dan maknanya. (3) bersedia untuk terlibat dalam kegiatan penelitian yang mungkin membutuhkan waktu lama (4) bersedia untuk diwawancarai dan direkam aktivitasnya selama wawancara atau selama penelitian berlangsung. (5) memberikan persetujuan untuk mempublikasikan hasil penelitian. (6) investor yang sampai saat ini aktif melakukan transaksi saham di pasar modal. (7) telah melakukan/berkecimpung dalam pasar modal sebagai investor minimal 3 (tiga) tahun. (8) tidak terlibat secara langsung dalam proses pengambilan keputusan strategis pemerintah atau sebagai aparatur pemerintah. (9) Informan bukan sebagai *insider* dalam satu perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, karena hal ini akan memengaruhi cara pandangnya sebagai investor yang sudah lebih memiliki informasi.

Teknik *snowball* digunakan untuk mendapatkan informan berikutnya, yang diperoleh berdasarkan informasi dari informan kunci. Penelitian ini akan selesai jika peneliti menganggap informasi yang didapatkan dari informan sudah mencukupi (data saturation)

tergantung kepada subjektifitas peneliti dan masalah penelitian yang ingin dijawab (Bogdan dan Biglen, 1992; Glaser dan Straus 1967; Lincoln dan Guba, 1994).

## 5. Prosedur Pengumpulan Data

Secara garis besar, data dalam penelitian ini terdiri dari dua jenis data, yaitu data primer dan data sekunder. Data primer diperoleh langsung dari subyek atau informan kunci dalam bentuk verbal atau perkataan tentang pemahaman, pandangan, pemikiran, pengalaman, dan perasaan informan kunci tentang perilaku investor dalam bertransaksi di pasar modal.

Sedangkan data sekunder berasal dari dokumentasi peneliti seperti : hasil pemotretan melalui observasi atas lokasi penelitian; dokumentasi wawancara dengan informan kunci; dokumen-dokumen hasil wawancara dan buku-buku serta tulisan penelitian sebelumnya. Untuk mengumpulkan data primer dan sekunder dilakukan melalui teknik atau prosedur, antara lain :

1. Wawancara. Wawancara dilakukan secara informal, interaktif (percakapan) yang dirangkai dalam bentuk dialog secara bebas, mendalam dan terbuka (*indepth interview*).
2. Observasi atau pengamatan. Teknik ini dilakukan untuk menemukan data objektif secara fenomenal tanpa memberitahu atau diketahui oleh informan atau obyek yang teramati. Teknik ini dilakukan pada beberapa waktu dan situasi, baik secara terencana maupun tidak, sesuai dengan kebutuhan data yang relevan dengan penelitian.
3. Dokumentasi. Prosedur pengumpulan data melalui dokumentasi diharapkan menjadi sumber data pendukung untuk menemukan dan memaknai data sekunder. Dokumentasi digunakan untuk menjaga keabsahan data primer yang diperoleh serta berfungsi untuk menjelaskan mengenai hasil pengamatan langsung oleh peneliti dan informan kunci di lokasi penelitian. Dokumentasi dilakukan melalui pengambilan gambar atau foto lokasi penelitian.

## Keabsyahan Data

Pengecekan terhadap keabsahan data perlu dilakukan dalam penelitian kualitatif. Langkah ini dilakukan untuk memastikan bahwa data sebagai hasil penelitian adalah sah dan kredibel serta menjawab keraguan terhadap jenis penelitian kualitatif yang dianggap tidak terstruktur (*messy*) dan sangat interpretif. Dalam penelitian ini, untuk menguji keabsahan data digunakan :

1. Triangulasi, yaitu mencocokkan atau memadukan berbagai jenis data yang diperoleh dari *in depth-interview*, observasi dan dokumentasi. Terdapat beberapa macam triangulasi yang dilakukan dalam penelitian ini yaitu: Triangulasi data, triangulasi teori, dan triangulasi teknik pengambilan data. Triangulasi data dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mencocokkan atau memadukan berbagai jenis data yang diperoleh antar waktu selama di lapangan. Triangulasi teori dilakukan dengan cara membandingkan hasil yang diperoleh di lapangan dengan teori yang sudah ada. Dan triangulasi teknik dilakukan dengan cara membandingkan hasil yang diperoleh dari teknik pengumpulan data dengan cara *indepth-interview*, dengan observasi dan dokumentasi
2. *Member Checking*, yaitu memberikan hasil penelitian kepada informan, dan meminta mereka untuk mengoreksi atau memberikan masukan. Hasil akhir dari penelitian ini diperoleh setelah adanya persetujuan dari para informan.
3. *External audit*, yaitu meminta pendapat orang diluar penelitian (mereka yang tidak

terlibat dalam seluruh proses penelitian) misalnya dengan seorang ahli, dosen, teman sejawat, dan sebagainya sehingga menghasilkan kesimpulan akhir tentang fenomena yang diamati.

### **Analisis Data**

Penelitian ini mengadopsi analisis data adalah tahap analisis data dalam penelitian ini:

#### **1. Mengidentifikasi unit makna dan mengelompokkan tema**

Tahap ini adalah tahapan reduksi fenomenologi. Pada tahap ini dilakukan : (1) *transcribing*, yaitu dengan mendengarkan kembali rekaman wawancara dan membuat transkrip hasil wawancara, (2) Identifikasi unit makna dan menentukan tema. Yaitu dengan mempertimbangkan setiap pernyataan informan dan mengekstrak ke dalam tema-tema yang sesuai. Memberikan label pada tema-tema yang sesuai. Reduksi data ini berlangsung terus menerus selama pengumpulan data dilakukan dengan membuat ringkasan, mengkode, dan menelusuri tema.

#### **2. Individual textural-structural description**

Tahapan deskripsi tektural diawali dengan validitas internal yaitu triangulasi. Tahap berikutnya adalah menyimpulkan tiap tema untuk menciptakan diskripsi tektural dan struktural yang mendalam (*exhaustive description*) tentang pengalaman informan. *External validity* dilakukan dengan berkonsultasi dengan para ahli yang memahami topik penelitian. dan teman-teman sejawat yang melakukan penelitian dengan paradigma kualitatif.

#### **3. Identifikasi munculnya tema-tema lintas seluruh partisipan (*cross participant*) atau disebut dengan analisis lintas situs. Pada tahap ini dilakukan *cross analyze* untuk unit makna yang sama diantara partisipan, dan membuat diskripsi tektural dan struktural untuk semua partisipan (*Composite textural and structural description*) untuk menemukan esensi makna.**

4. Identifikasi esensi pengalaman. Merupakan hasil dari narasi *composite textural-structural description* atau analisis lintas situs. Tahapan ini mengintegrasikan intuisi, *tacit dimation*, *self searching and reflecting* dari deskripsi tektural dan structural (Creswell, 2007). Peneliti membuat refleksi dari pandangan dan pengalaman informan dengan cara menulis dengan bahasa peneliti yang harus merefleksikan konteks munculnya tema. Munculnya tema-tema dibahas dengan bahasa beralur cerita yang menggambarkan bagaimana dan mengapa tema tersebut penting bagi informan. Keterkaitan tema-tema tersebut dijelaskan dalam suatu model untuk mempermudah pemahaman

### **HASIL DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini menghasilkan wawancara (indepth interview) dengan 5 informan dengan data demografi informan sebagai berikut :

Tabel 1. Data Demografi Informan

No.	Nama	Umur	Etnis	Jenis Kelamin	Pendidikan Terakhir	Status
1	Ks	44	Jawa	Perempuan	S1	Menikah
2	Bh	50	Jawa	Laki-Laki	S2	Menikah
3	Lt	54	Jawa	Laki-laki	S2	Menikah
4	In	22	Jawa	Laki-laki	SMA	Bujang
5	Wd	44	Jawa	Perempuan	SMA	Menikah

Adapun hasil penelitian adalah sebagai berikut

### 1. Fungsi pasar modal di Indonesia

Sebagai sarana pertemuan antara berbagai pelaku usaha, pasar modal memiliki beberapa peranan penting dalam aktivitas perekonomian suatu negara, diantaranya (Nafik, 2009): (1) sebagai sarana interaksi antara pembeli dan penjual untuk menentukan harga surat berharga yang ditransaksikan, (2) alternatif penghimpunan dana masyarakat di luar sektor perbankan, (3) tempat para investor untuk melakukan diversifikasi secara efektif sesuai dengan preferensi risiko, (4) memberikan kesempatan kepada investor untuk memperoleh hasil (*return*) yang diharapkan, (5) memberi kesempatan investor untuk menjual kembali surat berharga yang dimiliki, (6) menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan ekonomi, (7) mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga, (8) memungkinkan terjadinya alokasi dana dan sumber daya secara efisien.

Keberadaan pasar modal sangat bermanfaat bagi pengembangan ekonomi, yang dapat dirasakan oleh berbagai pihak. Dunia usaha merasakan manfaat pasar modal, diantaranya: (1) suatu perusahaan dapat menghimpun sejumlah dana yang besar, (2) dana yang besar tersebut dapat diterima sekaligus pada saat pasar perdana selesai, (3) tidak ada *covenant* sehingga manajemen dapat lebih bebas mengelola dana/perusahaan, (4) solvabilitas tinggi sehingga memperbaiki citra perusahaan, (5) ketergantungan emiten terhadap bank kecil, (6) cashflow hasil penjualan saham biasanya lebih besar dari harga nominal perusahaan, (7) emisi saham cocok untuk membiayai perusahaan yang berisiko tinggi, (8) Tidak ada beban keuangan yang tetap, (9) jangka waktu penggunaan dana tidak terbatas, (10) tidak dikaitkan dengan kekayaan sebagai jaminan tertentu.

Sementara bagi pemodal, pasar modal memiliki sejumlah manfaat, diantaranya adalah: (1) nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi, (2) sebagai pemegang saham, investor memperoleh deviden dan kenaikan harga saham sebagai pahala atas kepatutan penempatan modal mereka pada risiko yang sama dengan pengalihan pada investasi yang aman seperti obligasi pemerintah atau obligasi perusahaan yang aman (Salim, 2011). Sebagai pemegang obligasi, investor memperoleh bunga tetap ataupun bunga yang mengambang, (3) mempunyai hak suara dalam RUPS, (4) dapat dengan mudah mengganti instrument investasi, seperti dari saham A ke saham B sehingga dapat meningkatkan keuntungan sekaligus mengurangi risiko.

Begitu besarnya manfaat pasar modal, namun sampai saat ini masih sedikit investor yang memanfaatkan pasar modal sebagai salah satu sumber untuk meningkatkan dana investasi. Hal ini dapat dilihat dari jumlah investor yang kurang berkembang. Sejak tahun 210 sampai saat ini jumlah investor masih sebesar kurang dari 1 % dari total jumlah penduduk Indonesia. Hal ini seperti yang disampaikan oleh informan berikut:

*“Ya perilaku buk, ya secara ambigu itu, .....karena kita berbicara apa ya, tentang job stresser. Karena memang job stresser mereka sangat tinggi. Sehingga mereka ternyata kesulitan untuk mencapai target perusahaan. Termasuk jumlah investor lokal. Itu kena apa kok g bertambah.”Wc.Bh.JI-1*

*“Kalau pasar modal kan investasi di atas satu tahun, tapi apa investor pasar modal kita sudah paham? Ternyata belum. Seharusnya sekarang ini bagus, saat pasar modal sudah naik tinggi, maka kita tinggal mengikuti aja. Kalau nanti2 ya sudah kelewat. Jumlah investor juga gak nambah-nambah?”Wc.Bh.JI-2*

*“Itu tidak mencapai 500 ribu orang. Kecil sekali. Lha kita kan gak bisa menggambarkan perilaku mereka dengan jumlah yang sekian.”Wc. Bh.JI-3*

Jumlah Investor yang sangat lambat bertambah menyebabkan sangat sedikitnya manfaat pasar modal yang diterima oleh masyarakat Indonesia. Sebagian besar keuntungan dihasilkan oleh investor luar negeri (Foreign Investor). Dari sisi fungsi pasar modal Indonesia seperti yang dipaparkan di atas, maka pasar modal belum berfungsi secara maksimal untuk kemakmuran rakyat/masyarakat Indonesia.

Untuk meningkatkan jumlah investor lokal di Indonesia, PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) bekerjasama dengan PT Bursa Efek Indonesia (BEI), mengadakan kegiatan sosialisasi dan edukasi di Propinsi Jawa Timur. Secara total tercatat pada Januari 2017, sebesar 52% aset pasar modal dikuasai oleh investor domestik, hal ini cukup menggembirakan mengingat investor asing pernah menguasai aset pasar modal hingga 65%. Berdasarkan data KSEI per akhir Februari 2017, saat ini Jawa Timur menempati urutan ke-3 jumlah investor terbanyak dari 34 provinsi di Indonesia setelah DKI Jakarta dan Jawa Barat, dengan jumlah investor pemilik Efek sebanyak 67.272 orang. Dari jumlah tersebut tercatat sebanyak 30.641 investor yang berdomisili di kota Surabaya atau yang terbesar di provinsi Jawa Timur. Jumlah investor tersebut meningkat sekitar 10% dari Februari tahun lalu sebesar 27.722. Adapun jumlah investor di Pasar Modal Indonesia hingga akhir Februari 2017, telah mencapai sekitar 932.000 investor, yang mencakup investor pemilik Efek, Reksa Dana dan Surat Berharga yang diterbitkan Bank Indonesia. (<http://bisnisjatim.co>, 2017)

KSEI bersama BEI dan PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) melakukan berbagai program peningkatan jumlah investor pasar modal melalui kerjasama dengan perguruan tinggi, hal ini cukup berhasil mengajak mahasiswa sebagai investor muda untuk mulai berinvestasi di pasar modal, sehingga diharapkan dalam jangka waktu lima hingga sepuluh tahun ke depan saat sudah mulai bekerja, mereka akan menjadi investor pasar modal yang berkualitas dan benar-benar paham berinvestasi, sehingga akan mampu mendukung ketahanan Pasar Modal Indonesia.

## 2. Efisiensi Pasar Modal Indonesia, Persepsi Investor

Hipotesis pasar efisien (Fama, 1956) menunjukkan bahwa harga saham di pasar modal mencerminkan semua informasi yang relevan. Pemahaman terhadap pasar modal yang efisien akan membawa pengaruh yang cukup besar terhadap cara melakukan analisis saham. Cara analisis yang terpengaruh paling besar adalah analisis teknikal, karena jika pasar modal efisien, analisis teknikal diragukan manfaatnya (Harianto dan sudomo, 1998)

Pasar modal dikatakan efisien bila informasi dapat diperoleh dengan mudah dan murah oleh investor, sehingga informasi yang relevan dan terpercaya telah tercermin dalam harga-harga saham. Sebagian besar saham dihargai dengan tepat dan pemodal dapat memperoleh imbalan normal dengan memilih secara acak saham-saham dalam resiko tertentu. Karena penyampaian informasi begitu sempurna, tidak mungkin bagi pemodal manapun untuk memperoleh laba ekonomi (imbalan abnormal) dengan memanipulasi informasi yang tersedia khusus baginya.

Berdasarkan temuan lapang, Banyak investor yang berhasil mendapatkan return konsisten dalam jangka panjang, seperti penuturan informan berikut:

*“Jaman capital marketnya itu.. kan beda kondisinya ya buk ya. Kalau dulu katakan dengan uang saya yang terbatas itu katakanlah satu minggu bisa perbulan 4 atau 5 persen waktu itu. Tapi kan kondisi marketnya berbeda”Wc.Bh.Rtn-1.*

investor Surabaya berdasarkan pengalamannya, dapat menghasilkan *return* yang konsisten dalam jangka panjang menunjukkan bahwa pasar tidak efisien, Karena jika pasar efisien maka tidak akan ada investor yang mendapatkan return secara konsisten dalam jangka panjang. Pasar modal yang efisien adalah pasar modal dimana harga sahamnya mencerminkan informasi yang relevan. Artinya jika pasar modal efisien, harga saham saat ini adalah harga penyesuaian setelah informasi semua terangkum, Sehingga tidak akan ada seorang investorpun yang dengan informasi yang dimilikinya dapat mengambil keuntungan dari pasar.

Mengapa efisiensi pasar modal ini begitu penting? Di dalam pasar modal dimana emiten menginformasikan secara terbuka informasi yang berhubungan dengan perusahaannya, maka investor akan dapat melakukan analisis tentang perkembangan harga saham dengan lebih baik. Pasar modal dipenuhi oleh para ahli yang melakukan berbagai analisis. Para investor berpengalaman, analis pasar modal, para manajer investasi, para broker melakukan berbagai analisis untuk menghasilkan prediksi yang mendekati kebenaran tentang harga saham di masa depan. Mereka akan melakukan analisis sebelum melakukan pembelian dan penjualan saham. Artinya jika mereka melakukan pembelian dan penjualan saham itu berdasarkan atas analisis mereka baik fundamental maupun teknikal. Harga Pasar akan meningkat atau menurun sesuai dengan jumlah transaksi yang mereka lakukan. Jika harga naik berarti sedang ada kenaikan jumlah permintaan pasar akan saham tersebut dan sebaliknya jika harga saham turun berarti ada penurunan jumlah permintaan akan saham tersebut. Sehingga harga saham saat ini mencerminkan semua informasi yang sudah dianalisis oleh para analis. Akibatnya harga saham akan terus menyesuaikan dengan segala macam informasi yang dianalisis oleh investor saham. Semakin cepat harga menyesuaikan dengan informasi, semakin kuat tingkat efisiensi sebuah pasar modal.

---

Berdasarkan tingkat efisiensi pasar, terdapat tiga macam efisiensi pasar (Anoraga dan Pakarti, 2001:85), yaitu :

1. Pasar efisien bentuk lemah (*weakform*)

Adalah suatu pasar modal dimana semua informasi dimasa lalu (seperti harga dan volume perdagangan dimasa lalu) lalu sudah terrefleksikan dalam harga saham saat ini. Oleh karena itu, informasi historis tersebut tidak bisa digunakan oleh investor untuk memprediksi perubahan dimasa yang akan datang karena sudah tercermin pada harga saham saat ini. Dalam pasar *weak form*, investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dari informasi harga di masa lalu. Berdasarkan hasil wawancara dengan informan, mereka saat ini susah untuk mendapatkan return dari hanya sekedar prediksi harga masa lalu melalui analisis teknikal saja sehingga harus di tambah dengan analisis yang lain

2. Pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi strong*)

Pasar efisien bentuk setengah kuat adalah pasar dimana harga saham saat ini pada pasar modal sudah merefleksikan semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, *dividen*, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru dan kesulitan keuangan yang dialami perusahaan) sampai ke masyarakat keuangan. Tujuannya adalah untuk meminimalkan misinformasi mengenai kondisi perusahaan dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu saham yang telah dikeluarkan oleh emiten, sehingga semua informasi yang relevan dipublikasikan sudah tercermin pada harga saham saat ini. Dalam pasar efisien bentuk setengah kuat ini investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* jika strategi yang dilakukan hanya berdasarkan informasi yang telah dipublikasikan. Menurut Ks, Kecepatan informasi di pasar modal Indonesia masih belum kentara, ketika terjadi event 212, dimana terjadi demo besar-besaran di Jakarta, imbasnya terhadap harga saham tidak terlalu signifikan. Volatilitas pergerakan harga saham tidak terlalu tinggi yang menunjukkan informasi sangat lambat terekam dalam harga saham.

3. Pasar efisien bentuk kuat (*strong form*)

Pasar modal yang efisien dalam bentuk kuat merupakan tingkat efisien pasar yang tertinggi (konsep pasar yang tertinggi). Konsep pasar efisien bentuk kuat mengandung arti bahwa semua informasi direfleksikan dalam harga saham baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan (*private information*), sehingga dalam pasar bentuk ini tidak akan ada seorang investorpun yang bisa memperoleh *abnormal return*. *Private Information* adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategi.

Semakin tinggi tingkat efisiensi suatu pasar modal semakin sulit bagi investor untuk mendapatkan return dari pasar tersebut. Semakin tinggi tingkat efisiensi suatu pasar maka semakin diperlukan banyak strategi untuk mengalahkan pasar. Pasar adalah arena perang dimana di dalamnya terdapat sekumpulan para investor handal, para spekulan, para analis berpengalaman yang selalu siap bertempur. Sehingga investor-investor tanpa pengalaman yang masuk tanpa persiapan yang tangguh akan mudah menjadi korban santapan mereka.

Namun berdasarkan hasil wawancara dengan informan diperoleh informasi bahwa sebagian besar investor tidak melakukan analisis dengan benar. Pelaku pasar tidak memproses informasi dengan benar. Harga saham tidak ditentukan oleh kondisi

fundamental perusahaan, tetapi tingkat psikologis investor yang melakukan pembelian dan penjualan saham jangka pendek berdasarkan emosi, seperti jawaban informan berikut :

*“Kalau pasar modal kan investasi di atas satu tahun, tapi apa investor pasar modal kita sudah paham? Ternyata belum. Seharusnya sekarang ini bagus, saat pasar modal sudah naik tinggi, maka kita tinggal mengikuti aja. Kalau nanti2 ya sudah kelewat. Jumlah investor juga gak nambah-nambah.” Wc.Bh.Ps-1.*

*“Kebanyakan orang menganggap investasi itu menabung di bank. Itu kan beda. Gitu lo. Nah itu kan. identik seperti itu. Padahal kan gak seperti itu. Makanya dari dulu itu orang tahunya bank. Tetapi emiten juga begitu buk. Go public juga susah buk” Wc.Bh.Ps-2.*

*“Pokoknya kuncinya di saham jangan sampai kepancing untuk rakus. Biasanya kalau orang yang sudah kepancing rakus, dia akan memasukkan semua uang di saham, dan akhirnya habislah..tapi kalau dinikmati, berapa hasilnya di situ ya sudah. Wc.Ks.Ps-1.*

*“Pasar dipenuhi oleh emosi baik positif maupun negative. Contoh psikologi positif, ketika terjadi pengumuman yang namanya kenaikan laba di koran. Maka pada hari berikutnya harga saham akan mengalami kenaikan. Tetapi setelah seminggu berikutnya akan terkoreksi lagi. Ini juga cerminan adanya market psikologis. Ya karena dalam kenyataan pengalaman yang saya ketahui adalah ketika orang itu melakukan, ada berita baik, mereka langsung beli. Mereka gak pernah tahu berapa kenaikan labanya, begitu ada berita baik, laba naik, mereka memborong, sehingga begitu mereka tahu oh terjadi over demand, kelebihan permintaan. Padahal supply nya gak berubah buk ya, sehingga harga cenderung mengalami kenaikan yang berlebihan. Istilah kami adalah overbought, overbought itu adalah pembeliannya berlebihan, dibandingkan penawaran. Jadi paling sering terjadi ketika ada investor asing melakukan pemborongan saham dengan dana sampai milyartan itu. Jadi mereka banyak bermain dalam block trading ya, membeli saham dalam jumlah banyak” (wc.LT.Ps6.p2).*

Sebagian besar investor melakukan trading saham hanya berdasarkan emosi/psikologis dengan perilaku *fear and greed*, sehingga harga saham yang terjadi saat itu bukanlah harga saham yang menyesuaikan kondisi fundamental perusahaan, tetapi naik turunnya harga saham karena adanya *overbought* dan *oversold* yang disebabkan psikologis investor. Kondisi harga saham yang naik menunjukkan kondisi psikologis sebagian besar investor yang optimis dan tren penurunan harga saham menunjukkan kondisi psikologis investor yang sedang pesimis tentang masa depan pasar (Ady, 2015).

Berdasarkan informasi dari informan, masih banyaknya investor yang bertransaksi saham hanya menggunakan data historis di masa lalu menunjukkan masih rendahnya tingkat pengetahuan dari para investor kebanyakan sehingga menjadi santapan empuk dari para investor berpengalaman. Tingginya transaksi yang bersifat psikologis dan ikut-ikutan dengan hanya menggunakan analisis teknikal menyebabkan masih lemahnya pemahaman investor. Hasil penelitian menunjukkan tingkat keuntungan investor dengan hanya menggunakan analisis teknikal sangat rendah bahkan rugi menunjukkan bahwa tingkat efisiensi pasar modal Indonesia berada di tingkat paling rendah (efisien bentuk

lemah/weak-form). Namun disisi lain masih memungkinkannya didapatkan keuntungan dari data yang dipublikasikan menunjukkan tingkat efisiensi pasar modal Indonesia pada posisi belum efisien dalam bentuk semi kuat (semi strong-form).

Jika harga saham mengikuti pola tertentu, maka para investor akan memiliki banyak kesempatan untuk mendapatkan return, yang menunjukkan pasar belum efisien dalam bentuk lemah. Semakin efisien pasar modal maka harga saham akan mengalami pergerakan secara acak (random walk). Berdasarkan wawancara dengan informan diperoleh hasil bahwa strategi penggunaan analisis teknikal dalam pengambilan keputusan pembelian dan penjualan saham akan memberikan resiko yang lebih besar bagi investor, karena kesulitan untuk memprediksi arah harga saham ke depan. Pengalaman investor juga menunjukkan bahwa para broker yang hanya menggunakan teknikal analisis dalam transaksi saham akan lebih banyak memberikan risiko kerugian daripada mendapatkan return.

Penelitian tentang efisiensi pasar modal Indonesia dilakukan oleh Tjandra (2006), yang menunjukkan bahwa Bursa Efek Indonesia (Bursa Efek Jakarta saat itu) memiliki bentuk semi kuat. Hasil ini ditunjukkan dengan kandungan informasi dalam pengumuman inisiasi dividen yang positif dan signifikan sekitar 6% di *event date*, dan ada kecepatan penyesuaian dari reaksi pasar terhadap pengumuman inisiasi dividen selama 1 hari, hari ke satu di tanggal kejadian. Penelitian ini juga didukung model agency cost dan teori signaling, yang ditunjukkan oleh tingginya tingkat biaya agensi dan asimetri informasi. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Khajar (2008), yang menunjukkan bursa efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah baik pada periode krisis maupun pasca krisis. Utami (2017) dengan menggunakan sampel 77 perusahaan LQ-45 menunjukkan adanya autokorelasi antara harga saham saat ini dengan harga saham sebelumnya yang menunjukkan harga saham tidak bergerak secara random (random walk). Hal ini mengindikasikan bahwa bursa efek Indonesia belum efisien dalam bentuk lemah.

Penelitian terpengaruhnya return saham-saham syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang terdaftar pada Jakarta Islamic Index periode Desember 2010–Mei 2011 dan periode Juni 2011–November 2011 oleh Utami (2017) menunjukkan bahwa reaksi terhadap pengumuman pembagian dividen merupakan indikasi bahwa pasar saham syariah yang di proksi oleh Jakarta Islamic index tidak efisien dalam bentuk setengah kuat (semi-strong form). Adanya reaksi pasar sebelum peristiwa pengumuman pembagian dividen mengindikasikan tidak efisiennya pasar modal syariah. Adanya kemungkinan kebocoran informasi dan masih adanya tindakan spekulasi dalam pasar modal dapat menjadi faktor yang dapat membuat pasar menjadi tidak efisien. Keadaan dimana pasar modal syariah dan pasar modal konvensional yang masih tergabung juga dapat menjadi faktor yang menyebabkan tidak efisiennya pasar. Karena dalam pasar modal syariah sendiri, tindakan spekulasi yang mampu membuat pasar tidak efisien merupakan tindakan yang dilarang.

Senada dengan Utami, Andriyanto dan Mirza (2016) menemukan bahwa pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah dimana tes statistik yang dilakukan menunjukkan bahwa pergerakan harga saham harian adalah acak (random walk) dan tidak ada korelasi antara pergerakan harga saham hari ini dengan hari kemarin.

Jika dikaji lebih dalam, teori keuangan konvensional termasuk didalamnya hipotesis pasar efisien (Fama, 1998) mengasumsikan bahwa manusia adalah rational economic man (REM), dimana seorang investor dalam pengambilan keputusan investasi saham, selalu rational. Namun kenyataan membuktikan bahwa investor tidak selalu rasional. Seringkali

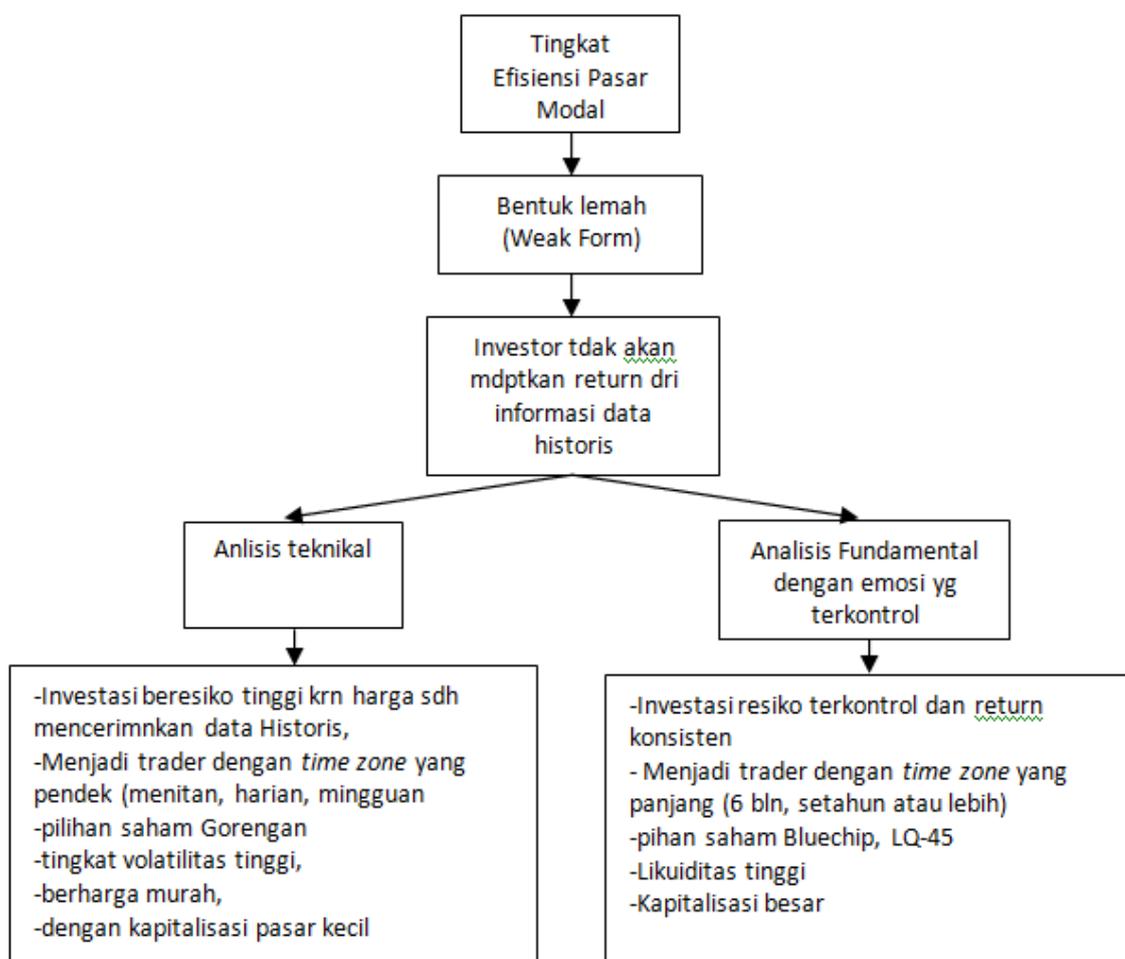
keputusan investasi yang diambil bukan merupakan keputusan rasional, tetapi karena emosi (fear and Greed), sehingga sering muncul perilaku bias . seperti herding (perilaku bebek/ mengikuti investor lain), overconfidence, loss aversion, familiarity, sehingga investor yang berhasil adalah investor yang lebih rasional, dapat mengelola emosi dengan benar sehingga memunculkan keputusan yang intuitif. Jika dihubungkan dengan hipotesis pasar efisien, adanya pengambilan keputusan investor yang cenderung irasional menyebabkan pergerakan harga saham bukanlah disebabkan karena pergerakan fundamental perusahaan. Artinya Jika terjadi kenaikan harga saham belum tentu secara fundamental menunjukkan kondisi perusahaan emiten tersebut dalam kondisi yang baik , namun bisa jadi hanya karena peningkatan optimisme sebagian investor secara psikologis terhadap saham tersebut. Sehingga pergerakan harga saham cenderung tidak dapat di prediksi dan berjalan secara random wolk. Hal ini menunjukkan kelemahan teori hipotesis pasar efisien, Ady (2014) menunjukkan tidak hanya pengelolaan emosi dengan benar yang merupakan kunci sukses investor, namun juga nilai-nilai moral yang dimiliki investor juga merupakan kunci sukses investor dalam berinvestasi.

### 3. Model Perilaku Investor Berdasarkan Tingkat Efisiensi Pasar Modal

Investor berperilaku menyesuaikan dengan persepsinya tentang pasar modal dan bagaimana motivasinya dalam perilaku berinvestasi. Sehubungan dengan perilaku berinvestasi dihubungkan dengan tingkat efisiensi pasar modal, maka berikut adalah model perilaku investor berdasarkan tingkat efisiensi pasar modal di Indonesia yang berbentuk *weak form*.

- a. Investor yang melakukan transaksi di pasar modal dengan menggunakan hanya analisis teknikal dengan cenderung akan menjadi trader dengan *time zone* yang pendek (menitan, harian, mingguan) akan menjadi investor yang cenderung memilih saham gorengan, (tingkat volatilitas tinggi, berharga murah, dengan kapitalisasi pasar kecil) lebih merugikan/tingkat keuntungan yang rendah,
- b. Investor yang melakukan transaksi dengan menggunakan analisis fundamental dan teknikal cenderung akan menjadi investor jangka menengah atau panjang dan berinvestasi dengan rasional, memilih saham dengan fundamental yang bagus, kondisi keuangan yang bagus, harga tidak terlalu murah, kapitalisasi pasar tinggi, likuiditas tinggi) akan mendapatkan return yang cenderung konsisten dalam jangka panjang.

Berdasarkan hasil wawancara dengan informan diatas dapat diketahui bahwa penggunaan asumsi REM (Rational Economic Man) sangat sulit untuk diaplikasikan di lapang, tetapi yang terjadi adalah asumsi BBM (Behaviorally Bias Man) dimana investor melakukan banyak bias karena adanya pengaruh psikologis seperati fear and greed (ketakutan dan kerakusan) yang mendominasi perilaku mereka.



Gambar 2. Model Perilaku Investor berdasarkan tingkat efisiensi pasar modal

## KESIMPULAN

Kesimpulan dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pasar modal Indonesia belum berfungsi secara maksimal untuk meningkatkan perekonomian masyarakat Indonesia karena sebagian besar investor adalah investor luar negeri (Foreign investor) yang merasakan manfaat keberadaannya.
2. Pasar modal Indonesia saat ini berada pada tingkat efisiensi lemah. Dalam kondisi efisien bentuk lemah, maka investor tidak akan mendapatkan return berdasarkan informasi data historis dan pergerakan harga saham acak cenderung acak (random walk) sehingga penggunaan analisis teknikal kurang memberikan manfaat berupa return.
3. Hipotesis pasar efisien mengasumsikan Rational Economic Man (REM) yang sangat sulit untuk dipenuhi karena yang terjadi pada kenyataannya perilaku investor tidak rasional sehingga asumsi yang cocok adalah Behaviorally Bias Men (BBM).

**SARAN**

1. Bagi investor hendaklah selalu menggunakan analisis fundamental dalam setiap pengambilan keputusan investasi dalam rangka meningkatkan return.
2. Bagi emiten, penting untuk memperhatikan informasi yang akan diluncurkan oleh perusahaan, mengingat tujuan dan motivasi pada investornya dalam pembelian saham sangat bervariasi, sehingga penting bagi emiten untuk mengetahui tipe investor yang manakah yang mayoritas menjadi pemegang sahamnya, apakah tipe investor jangka panjang yang selalu menggunakan analisa fundamental atau atau jangka pendek yang menggunakan analisis teknikal yang dapat mempengaruhi kestabilan harga saham.

**REFERENSI**

- Ady, S. U. 2010. Analisis Variabel yang Berpengaruh Terhadap Spread harga Saham pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Wacana, Jurnal Sosol dan Humaniora* Vol. 13 No. 2, Hal: 227-243
- , 2013. Psychology's Factors of Stock Buying and Selling Behavior in Indonesian Stock Exchange (Phenomenology Study of Investor Behavior in Surabaya). *IOSR (International Organization of Scientific Research) Journal of Business and Management*. 7 (3) pp. 11-22
- , 2014. Nilai-nilai Dibalik kestabilan Psikologis, Kunci Sukses berinvestasi (Studi pada Perilaku Investor di Bursa Efek Indonesia). *Prosiding Seminar Nasional Simposium Riset Ekonomi VI 2014*. Tanggal 28-29 Agustus 2014 di STIE Perbanas Surabaya.pp.321-334.
- , 2015. *Manajemen Psikologi dalam Investasi Saham, Kajian Fenomenologi dalam Sentuhan Behavioral Finance*. Edisi 1. Andi Offset, Yogyakarta.
- Andriyanto, Y. dan Mirza, R. 2016. A Testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market. *Precedia, Social and Behavioral Sciences* 219 ( 2016 ) 99 – 103, 3<sup>rd</sup> Global Conference on Business and Social Science-2015, GCBSS-2015 16-17 December 2015, Kuala Lumpur-Malaysia.
- Anoraga, P. dan Pakarti, P. 2001. Pengantar Pasar Modal. Edisi Revisi. PT Asdi Mahasatya. Jakarta.
- Appelbaum, 2003. The case for case studies in management research. *Management Research Review*, 26 (5) pp.60-71
- Bogdan, R. C. dan Biglen, S. K. 1992. *Qualitative Reseach for Education: an Introduction to theory and Method*. Allyn & Bacor, Boston.
- Burrell, G. and Morgan. 1979. *Sociological Paradigms and organizational Analysis: Elements of The Sosiology of Corporate Life*, London, Heineman.
- Capra, Fritjof. 1997. *Titik Balik Peradaban: Sains, Masyarakat dan Kebangkitan Kebudayaan*. Terjemahan Bahasa Indonesia, Yogyakarta: Bentang.
- Creswell, J. W., 2007. *Qualitative Inquiry & Research Design, Choosing Among Five Approaches*, Sage Publication.
- Denzin, N.K., Lincoln, Y.S. 2009. *Handbook of Qualitatif Research*, Dariatno, Badrus Samsul Fata, Abi, John Rinaldi, (penerjemah), Pustaka Pelajar
- Fama, E. 1969, Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, May. pp. 383-417.
- Fatchan, H. A. 2011. *Metode Penelitian Kualitatif, beserta contoh proposal skripsi, tesis, dan disertasi*. Jengala Pustaka Utama, Surabaya.

- Feist, J dan Feist, G.J. 2010. *Theories of Personality*, 7<sup>th</sup>. Handriatno (penerjemah). Teori Kepribadian, Buku 1, Salemba Humanika.
- Glaser, B dan Straus, A. 1967. *The Discovery of Grounded Theory, Strategy for qualitative research*, Ibrahim, A dan Syamsudin, M (penerjemah). Penemuan Teori Grounded, Beberapa Strategi Penelitian Kualitatif, Usaha Nasional.
- Hagstom, Robert G. 2010. *The Warren Buffet Portofolio: Mastering the power of the focus Investment Strategy*. Zaimur, Yelfi Andri (penerjemah). The Warren Buffet Portofolio: Membedah Keunggulan Strategi Investasi Fokus. Cetakan pertama, Daras Books.
- Harianto, F. dan Sudomo, S. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Edisi Pertama, PT. Bursa Efek Jakarta.
- <http://www.bisnis.com> , Mei 2012, Jumlah Investor Jatim.
- <http://bisnisjatim.co/2017/03/12/jumlah-investor-pasar-modal-di-surabaya-mencapai-30-000>. Diakses tanggal 4 Juni 2017
- Jones, Charles P. 1998. *Investment, Analysis and Management*, Sixth Edition. John Wiley & Son, Inc. USA.
- Khajar, I. 2008. Pengujian Efisiensi Dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia Pada Saat Dan Sesudah Krisis Moneter Pada Saham-Saham LQ-45, *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan* | 1, (3), pp. 144-164.
- Kuhn, T.S., 1979. *The Structure of Scientific Revolutions*, 2<sup>nd</sup>. University of Chicago Press.
- Leavitt, Harold J., 1978. *Managerial Psychology*, Fourth edition, The University of Chicago.
- Lincoln, Y. S., dan Guba, F. G. 1994. *Competing Paradigm in qualitative Research*, Nafik, 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syari'ah*, Cetakan I. PT Serambi Ilmu Semesta.
- Olsen, Robert. 1998. Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility, *Association for Investment Management and Research, Financial Analysts Journal*, Vol.54, (2): 10-18.
- Pompian, M. M. 2006. *Behavioral Finance and Wealth Management, How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. 1<sup>st</sup>. John Wiley & Son, Inc. USA.
- Robbins, S.P. 2002. *Essential of Organizational behavior*, 5<sup>th</sup>. Halida, Sartika, D. (penerjemah). Prinsip-prinsip Perilaku Organisasi. Erlangga.
- Salim 2011. *Jangan Investasi Emas Sebelum Baca Buku Ini !*. VisiMedia. Jakarta
- Sobur, Alex. 2011. *Psikologi Umum, dalam Lintasan Sejarah*. Pustaka Setia, Bandung
- Suhartono, dan Qudzi, F. 2009. *Portofolio Investasi dan Bursa efek*, Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Unit Penerbit dan Percetakan, Sekolah Tinggi Ilmu manajemen, YKPN, Yogyakarta.
- Tandelilin, E., 2010. *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. Cetakan I. Kanisius.
- Tjandra, R. 2006. Pengujian Efisiensi Pasar Setengah Kuat Secara Informasi terhadap Pengumuman Inisiasi Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000 – 2003). *Jurnal Akuntansi dan Investasi*. 7 (2): 175-194.
- Thaler, R. H. 2000. From homo economicus to homo sapiens. *Journal of Economic Perspectives* 14 (1): 133–141.
- Utami, S.R.(2017) Efficient Market Hypothesis : Evidence from Indonesia Stock Exchange (IDX).

<http://library.umn.ac.id/jurnal/public/uploads/papers/word/84bff783d8d136652eff695bde224a1d.docx>

Walker, 1967. *Conditioning and Instrumental Learning*. Wadsworth Publishing Coy, Inc., Belmont, California.