

**LAPORAN AKHIR TAHUN
PENELITIAN DIPA
UNIVERSITAS DR. SOETOMO**



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

Oleh :

Ketua : Dr. Sri Utami Ady, SE, MM / NIDN. 0715127001

Anggota : Alvy Mulyaningtyas, MM /NIDN. 0730087201

**Dibiayai oleh Universitas Dr. Soetomo sesuai dengan SK Rektor Universitas Dr.
Soetomo Nomor: OU.453/B.1.05/XI/2016 tentang Hibah Penelitian DIPA Universitas
Dr. Soetomo Tahun 2016, tanggal 22 Nopember 2016**

**FAKULTAS EKONOMI, JURUSAN MANAJEMEN
UNIVERSITAS DR. SOETOMO SURABAYA
JUNI 2017**

**LAPORAN AKHIR TAHUN
PENELITIAN DIPA
UNIVERSITAS DR. SOETOMO**



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

Oleh :

Ketua : Dr. Sri Utami Ady, SE, MM / NIDN. 0715127001

Anggota : Alvy Mulyaningtyas, MM /NIDN. 0730087201

Dibiayai oleh Universitas Dr. Soetomo sesuai dengan SK Rektor Universitas Dr. Soetomo Nomor: OU.453/B.1.05/XI/2016 tentang Hibah Penelitian DIPA Universitas Dr. Soetomo Tahun 2016, tanggal 22 Nopember 2016

**FAKULTAS EKONOMI, JURUSAN MANAJEMEN
UNIVERSITAS DR. SOETOMO SURABAYA
JUNI 2017**

HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia, Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia

Peneliti/Pelaksana

Nama Lengkap : Dr. Sri Utami Ady, SE., MM

NIDN : 0715127001

Jabatan Fungsional : Lektor

Program Studi : Manajemen

Nomor HP : 081805043371

Alamat surel (e-mail): sri.utami@unitomo.ac.id

Anggota (1)

Nama Lengkap : Alvi Mulyaningtyas

NIDN : 0730087201

Perguruan Tinggi : Universitas Dr. Soetomo

Institusi Mitra (jika ada)

Nama Institusi Mitra : Tidak ada

Alamat :

Penanggung Jawab :

Tahun Pelaksanaan : 2016/2017

Biaya Keseluruhan : Rp 3.000.000

Mengetahui,
Dekan/Ketua

(Dr. Nur Sayidah, SE., MSi., AK., CA)
NIP/NIK: 98.01.1.285

Surabaya, 18 Juni 2017

Ketua,

(Dr. Sri Utami Ady, SE., MM)
NIP/NIK : 94.01.1.170

Menyetujui,
Ketua Lembaga Penelitian



(Dr. Sri Utami Ady, SE., MM)
NIP/NIK: 94.01.1.170

RINGKASAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk memahami dan menganalisa perilaku para investor individu dan melihat pemahaman mereka tentang efisiensi pasar modal dan menganalisis mereka dalam berperilaku menyesuaikan tingkat efisiensi pasar modal di Indonesia. Target khusus yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah dihasilkannya sebuah model konstruksi perilaku investor dalam memahami dan berperilaku sesuai dengan tingkat efisiensi pasar modal yang dipahami oleh investor dan bagaimana mereka menyesuaikan diri terhadap segala perubahan yang terjadi secara dinamis dalam pasar modal. sehingga dapat digunakan untuk mengembangkan sebuah strategi berinvestasi yang aman dan menguntungkan buat investor serta sumbangan pemikiran bagi pengambil kebijakan di bidang pasar modal.

Penelitian ini menggunakan metode studi kasus untuk mengungkap dan memahami perilaku investor, karena perilaku investor bersifat abstrak dan penuh dengan nilai-nilai. Perilaku manusia tak dapat dikuantifikasi dan sangat subyektif berdasarkan pengalaman dan karakteristik seseorang. Untuk mengungkap persepsi investor, bagaimana mereka beradaptasi sesuai dengan kondisi dan bertindak menyesuaikan informasi dan bagaimana informasi dapat berefek terhadap pengambilan keputusan investasi sehingga dapat mengidentifikasi bentuk efisiensi pasar modal Indonesia, metode pengumpulan data diperoleh melalui *indepth interview*, observasi partisipan dan dokumentasi sehingga diharapkan menghasilkan sebuah teori yang berdasarkan data langsung dari lapangan di bidang pasar modal di Indonesia.

Untuk menguji keabsyahan data, digunakan Triangulasi, *member cheking*, serta *external audit* dari seorang ahli, dosen dan teman sejawat. Analisis data dilakukan dengan metode studi kasus melalui empat tahap yaitu : mengidentifikasi unit makna dan mengelompokkan tema, *Individual textural-structural description* dan *composite textural-structural description* dan identifikasi esensi pengalaman.

Keyword : studi kasus, perilaku investor, behavioral finance, psikologi investasi

PRAKATA

Syukur Alhamdulillah, atas berkat rahmat Allah Yang maha Kuasa, akhirnya terselesaikanlah hasil penelitian DIPA Unitomo tahun anggaran 2016/2017. Penelitian yang berjudul **“Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia, Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia”** adalah penelitian yang mengeksplorasi perilaku keberadaan tingkat efisiensi pasar modal di Indonesia menurut perspektif investor dan bagaimana investor beradaptasi terhadap bentuk pasar tersebut. Berbagai kendala yang kami temui di lapangan dan kekurangan dari laporan hasil penelitian ini akan menjadikan penelitian tentang efisiensi pasar modal dapat lebih dikembangkan di masa depan untuk penyempurnaan hasil penelitian ini.

Terimakasih kami ucapkan kepada Universitas Dr. Soetomo melalui Lembaga Penelitian Universitas Dr. Soetomo yang telah berkenan memberikan dana bagi penelitian kami. Terimakasih juga kami ucapkan kepada semua pihak yang turut membantu dalam pelaksanaan penelitian ini sehingga terselesaikanlah laporan hasil penelitian ini.

Laporan hasil penelitian ini masih jauh dari sempurna, untuk itu saran dan kritik yang membangun demi kesempurnaan laporan hasil penelitian ini sangat kami harapkan. Akhirnya, semoga Laporan Hasil Penelitian ini bermanfaat untuk pengembangan ilmu utamanya bidang ilmu keuangan dan pasar modal di masa yang akan datang.

Surabaya, 18 Juni 2017

Peneliti

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
RINGKASAN	iii
PRAKATA	iv
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
BAB 1. PENDAHULUAN	1
BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA	2
BAB 3. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN	10
BAB 4. METODE PENELITIAN	12
BAB 5. HASIL DAN LUARAN YANG DICAPAI	20
BAB 6. KESIMPULAN DAN SARAN	31
DAFTAR PUSTAKA	32
LAMPIRAN-LAMPIRAN	
Lampiran 1. Surat Pernyataan Originaitas	
Lampiran 2. Bukti luaran yang didapatkan	
-	
-	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Rencana Target Capaian.....	2
Tabel 5.1. Data Demografi Informan.....	19

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
<i>Gambar 2.1. Theory of Planned Behavior</i>	3
Gambar 4.1. Peta Penelitian	19
Gambar 5.1. Model Perilaku Investor berdasarkan tingkat efisiensi pasar modal...	30

BAB 1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

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. Keuntungan yang dimiliki oleh investor

Penelitian tentang perilaku investor ini dimotivasi oleh adanya fenomena bahwa kebanyakan investor melakukan transaksi dalam jangka pendek, yang sangat dipengaruhi oleh faktor psikologis. 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).

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)

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?

Tabel 1.1. Rencana Target Capaian

No	Jenis Luaran Indikator Capaian	Keterangan
1	Publikasi ilmiah di jurnal nasional (ber ISSN)	Reviewed
2	Pemakalah dalam pertemuan Ilmiah Nasional/Lokal	Draft
3	Buku ajar	
4	Luaran lainnya jika ada (Teknologi Tepat Guna, Model/Purwarupa/Desain/Karya seni/ Rekayasa Sosial)	Model

BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. 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).

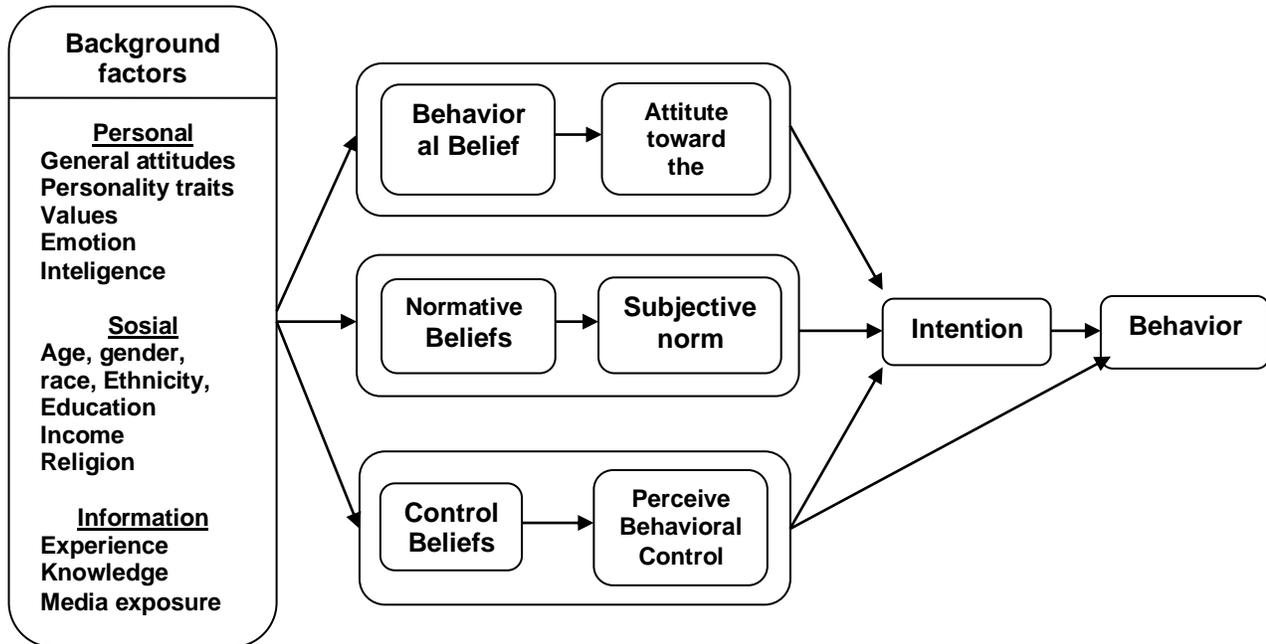
Para ahli memberikan pengertian tentang motif dengan bahasa dan titik tekan yang berbeda-beda, sesuai dengan bidang ilmu yang dipelajari. Pada dasarnya terdapat kesamaan pendapat yang dapat ditarik mengenai pengertian motif ini, yakni bahwa motif adalah kondisi seseorang yang mendorong untuk mencari 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, 2003).

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 perilaku berencana yang digagas oleh Ajzen ini menjelaskan bahwa perilaku seseorang dipengaruhi oleh niat (*intention*) untuk melakukan, sedangkan niat (*intention*) dipengaruhi oleh sikap, norma-norma subyektif dan persepsi kontrol perilaku. Sejumlah faktor menjadi latar belakang yang memengaruhi terbentuknya sikap, norma-norma subyektif dan persepsi kontrol perilaku, seperti dapat dilihat pada gambar berikut:



Sumber : Ajzen, 2005

Gambar 2.1. Theory of Planned Behavior

2.2. 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.

2.3. 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 (Pandji, Piji, 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). Lebih lanjut informasi masa lalu dihubungkan dengan harga saham 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 earning, deviden, pengumuman stock split, penerbitan saham baru dan kesulitan keuangan yang dialami perusahaan) sampai ke masyarakat keuangan. Tujuannya adalah untuk meminimalkan misinformasi mengenai operasi

perusahaan dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu efek yang telah dikeluarkan oleh suatu institusi, 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 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 investor pun yang bisa memperoleh abnormal return. Private Information adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategi.

Berbeda dengan tujuan pasar modal diberbagai negara yang hanya memperhatikan aspek memperoleh keuntungan yang optimal, pasar modal Indonesia mempunyai misi dan jangkauan yang lebih luas. Jangkauan ini diusahakan sejalan dengan idealisme bangsa Indonesia, terutama yang tertuang dalam pasal 33 ayat 1 UUD 1945 yang menyebutkan bahwa “Perekoniman disusun sebagai usaha bersama beraskan kekeluargaan”. Terdapat tiga aspek mendasar yang ingin dicapai Pasar Modal Indonesia, yaitu (Mar’ati, 2012) :

- a. Mempercepat proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan.
- b. Pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemilikan saham.
- c. Menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dan penghimpunan dana yang produktif. Hal diatas tercermin, misalnya dalam pembagian perjataan pembelian saham yang diprioritaskan untuk pemodal dengan permintaan terkecil sebanyak 100 lembar saham. Dengan lebih banyak masyarakat yang memiliki saham, diharapkan tujuan pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemilikan saham perusahaan akan tercapai.

D. Manfaat Pasar Modal efisien

Pasar modal yang efisien terjadi bila harga-harga surat berharga mencerminkan sepenuhnya

informasi yang ada. Penyesuaian harga yang cepat terhadap informasi baru mempengaruhi tingkat hasil yang diharapkan, yang berakibat investor dapat merubah strategi investasinya dan dengan demikian terjadi pengalokasian dana secara efisien. Oleh karena itu, informasi yang diberikan harus lengkap, akurat, dan up to date bagi semua investor. Dengan informasi seperti ini investor dapat mengetahui keadaan yang sesungguhnya dari perusahaan yang go public. Hal ini sangat penting sebagai bahan dalam pengambilan keputusan investasi bagi investor, karena salah satu kriteria yang tepat dapat digunakan untuk menyatakan bahwa suatu keputusan itu baik atau buruk adalah apakah seluruh informasi secara sudah terefleksikan secara penuh? Suatu informasi yang tidak lengkap, tidak akurat dan tidak up to date akan memberikan bahan analisis yang menyesatkan sehingga menimbulkan kesalahan dalam pengambilan keputusan. Kesalahan ini besar kemungkinan akan menimbulkan kerugian bagi investor. Bila kerugian para investor berlanjut dan menyebar luas, maka kiranya sulit untuk mengajak investor untuk datang ke pasar modal dan bahkan tidak tertutup kemungkinan para investor yang terjun di pasar modal menarik diri dan menginvestasikan dananya pada alternatif investasi yang lain. Bila hal ini terjadi tentunya akan menghambat penambahan emisi efek berikutnya dan ini berarti menghambat perkembangan pasar modal dan lembaga penunjang pasar modal. Sedangkan pasar modal itu merupakan lembaga potensial dalam penyediaan sumber dana jangka panjang bagi dunia usaha. Apabila dunia usaha mengalami kelesuan maka perekonomian secara keseluruhan juga akan mengalami kelesuan (Mar'ati, 2012)

2.4. 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 paradig 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) .

2.5. Studi Pendahuluan

Studi tentang perilaku pembuatan keputusan seseorang dalam kondisi resiko dan ketidakpastian berada dalam dua perspektif. Perspektif tradisional (perspektif konsekuensial), yang beranggapan pembuat keputusan kuantitatif mempertimbangkan biaya dan manfaat dari semua hasil yang mungkin dan memilih hasil dengan trade-off manfaat-risiko terbaik. Perspektif ini dapat dilihat pada teori keuangan tradisional dari teori portofolio Markowitz (Markowitz, 1952) dan the Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964) dan teori pasar efisien.

Perspektif konsekuensial tradisional dianggap tidak realistis, karena tidak memperhitungkan pengaruh perasaan pada pengambilan keputusan. Terdapat banyak bukti bahwa perasaan secara signifikan memengaruhi keputusan-keputusan, terutama bila keputusan melibatkan kondisi resiko dan/atau ketidakpastian (misalnya Zajonc, 1980; Schwarz, 1990; Forgas, 1995; Isen, 2000; Loewenstein et al, 2001, Dowling & Lucey, 2008, Rick & Loewenstein, 2008).

Dalam pengambilan keputusan, banyak penelitian menunjukkan hasil analisis bahwa perasaan investor sangat menentukan terhadap ketepatan keputusan yang diambil, Loewenstein (2000). Teori ini dikembangkan dengan mengacu pada penelitian di bidang psikologi ekonomi dan pengambilan keputusan. Suatu kemajuan baru dalam penelitian ekonomi dalam memahami bagaimana perasaan memengaruhi pembuatan keputusan umum individu, terutama dalam

kondisi resiko dan ketidakpastian, (Loewenstein *et al* (2001), Lucey (2005), Dowling dan Lucey (2008)). Penelitian ini digambarkan sebagai penelitian apakah variasi dalam perasaan/mood yang dialami, memengaruhi keputusan-keputusan investor, akibatnya menyebabkan pola yang dapat ditebak pada return dan harga ekuitas.

Kelanjutan pada perspektif tradisional telah memasukkan dampak *anticipated emotion* pada pengambilan keputusan. *Anticipated emotion* adalah emosi yang diharapkan akan dialami oleh pengambil-keputusan yang memberikan hasil tertentu.

Dua area penelitian pasar saham telah membahas dampak perasaan pada pengambilan keputusan investor. Area pertama mencakup *mood misattribution*. Penelitian ini mengkaji dampak dari faktor-faktor lingkungan, seperti cuaca (Hirshleifer dan Shumway (2003), Cao dan Wei, (2005), Yuksel dan Yuksel (2009), Hu, (2009)), bioritme tubuh (Siklus biologis alami tubuh) (Kamstra *et al.* (2003), Cohen *et al.*, 1992; Rosenthal, 1998;. Mayo Klinik, (2002) Dowling dan Lucey (2008)) dan faktor sosial, pada harga saham meskipun terkadang dengan adjusted R square yang rendah. Area ini didasarkan pada penelitian dari psikologi yang berpendapat bahwa keputusan seseorang didorong oleh perasaan mereka, terutama pada keputusan yang kompleks melibatkan risiko dan ketidakpastian. Fluktuasi suasana hati yang diinduksi oleh variasi cuaca dan bioritme tubuh dapat memengaruhi keputusan investasi saham.

Sebuah variabel proxy suasana hati berikutnya adalah fase lunar. (Dichev dan Janes, 2001; Yuan *et al.*, 2006) menemukan bahwa *return* saham secara signifikan lebih tinggi pada hari-hari sekitar tanggal dari bulan baru (*new moon*) daripada hari-hari sekitar tanggal bulan purnama (*full moon*). Namun Hammami *et al.*,(2010) tidak menemukan bukti signifikan pengaruh siklus lunar baik pada *full moon* maupun *new moon effect*.

Faktor sosial juga diprediksi berpengaruh terhadap harga saham (Shiller, 1984, 2000). Hong *et al.*(2001), Nofsinger (2003), menemukan bahwa rumah tangga yang lebih berinteraksi dengan rumah tangga lain lebih mungkin untuk berinvestasi di pasar saham daripada rumah tangga nonsosial. (Sloan, 1979; Hirt *et al.*, 1992, Boyle dan Walter, 2003), kinerja dari sebuah tim olahraga memiliki dampak penting pada suasana hati penggemarnya.

Area kedua mencakup peran *image*. *Image* dipercaya berpengaruh pada pengambilan keputusan investor, dimana citra saham mendorong emosi investor dan secara parsial mendorong perilaku investasi mereka. (Lucey,(2005), Shefrin (2001). Durrand *et al.*(2008), mengemukakan variabel-variabel psikologis lain yaitu kepribadian dan gender psikologis. Ditemukan hubungan

yang signifikan antara 5 kepribadian yaitu emosi, Extraversion, keterbukaan dalam pengalaman dan ketelitian dari Norman (1963), gender psikologis yaitu maskulinitas dan feminitas dari Bem (1977) dan kepribadian yaitu Preferensi untuk inovasi dan kecenderungan mengambil resiko dari Jackson.

Originalitas penelitian ini dibandingkan penelitian sebelumnya adalah penelitian yang ada sebelumnya, meneliti bentuk dan efisiensi pasar modal terhadap perilaku investor. Dalam penelitian ini, peneliti menganggap perlunya melakukan penelitian kualitatif untuk memahami aspek psikologis secara holistik pada pengambilan keputusan investor. Originalitas berikutnya adalah penelitian ini dilakukan dengan paradigma interpretif yaitu untuk menelaah secara mendalam dan membangun konsep berdasarkan data perilaku yang melatarbelakangi pengambilan keputusan investor dari persepsi investor dalam berinvestasi di pasar modal, mengenai persepsi efisiensi pasar dan efeknya terhadap return dan perilaku investor, yang sampai saat ini belum ditemukan dalam penelitian yang sama pada investor di pasar modal Indonesia.

2.6. Hasil Yang Sudah Dicapai

Berdasarkan Hasil penelitian terdahulu peneliti dengan informan, hasil yang diperoleh adalah sebagian besar investor kecil di pasar modal adalah investor jangka pendek yang melakukan perdagangan saham dalam periode jangka pendek, mingguan bahkan harian. Hasil penelitian sementara, banyak dari investor yang mendapatkan return konsisten selama bertahun-tahun yang menunjukkan hipotesis pasar efisien perlu dipertanyakan. Dalam pasar modal yang efisien, tidak akan ada investor yang mendapatkan abnormal return karena harga saham sudah mencerminkan semua informasi yang relevan.

BAB 3. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

1.2. Tujuan Khusus dan Urgensi Penelitian

Tujuan Khusus

Tujuan khusus dari penelitian ini adalah untuk memahami perilaku para investor individu dalam pengambilan keputusan pembelian dan penjualan saham di pasar modal dan mengungkap unsur-unsur yang memengaruhi perilaku investor serta menyusun dan membangun sebuah konsep perilaku berinvestasi berlandaskan psikologis dan pengalaman investor. Secara rinci,

tujuan dari penelitian ini adalah:

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

Urgensi (Keutamaan) Penelitian

Perilaku investor di pasar modal bagaikan kerumunan lebah yang terbang mengikuti sang ratu kemana saja. Keputusan investasi tidak lagi didasarkan pada faktor fundamental, melainkan mengikuti perilaku sebagian besar investor di pasar. Fenomena perilaku investor ini tampak jelas ketika krisis finansial Amerika Serikat pada tahun 2008 berimbas pada pasar modal Indonesia. Harga saham terkoreksi sekalipun fundamental perekonomian dan mayoritas perusahaan publik cukup baik. Semuanya berawal dari penjualan saham oleh investor asing yang sedang membutuhkan likuiditas. Kondisi ini diperparah oleh sikap investor domestik yang ikut-ikutan melepas saham mereka, sehingga berakibat pada melemahnya IHSG yang sangat tajam.

Masa *bearish* akan bertambah panjang selama investor di BEI masih terbelenggu oleh keyakinan dan ekspektasi negatif. Kondisi ini tidak akan berlangsung lama, jika keyakinan dan harapan investor dibangun dalam porsi yang tepat, sesuai dengan fakta dan kondisi yang sebenarnya. Membangun keyakinan dan harapan investor, misalnya dengan mempercepat, memperbanyak, dan meningkatkan kualitas program-program edukasi pasar modal. Edukasi ini perlu menekankan bahwa pasar modal adalah wadah investasi jangka panjang yang lebih mempertimbangkan faktor fundamental dibanding lainnya. Ketika dasar pertimbangan adalah fundamental, investor akan mengukur nilai dan pertumbuhan harga saham beserta segala risikonya secara lebih wajar. Keyakinan dan harapan investor pun akan diletakkan pada tingkat yang wajar, bukan berdasarkan ketakutan maupun keserakahan yang mengakibatkan investor tidak berbuat sesuatu atau justru spekulatif.

Implikasi dari pasar modal efisien sangat menentukan bagi alat analisis yang diperlukan bagi investor dalam menganalisis pasar modal. Dalam pasar modal yang efisien, seharusnya tidak akan pernah ada investor yang secara konsisten mendapatkan return abnormal. Dari sisi moral etika, Investor dengan persepsi yang salah tentang dunia saham akan berperilaku berbeda dan cenderung melakukan berbagai cara untuk menjadi kaya dengan cepat dari pasar modal

sehingga melupakan kepentingan orang lain, apalagi masyarakat (pasar modal). Melupakan rasa nasionalisme dengan melakukan spekulasi membabi buta sehingga membahayakan kestabilan pasar modal dalam jangka panjang.

Kontribusi penelitian ini terhadap IPTEKS-SOSBUD, bagi manajemen keuangan, teori mengenai hipotesis pasar modal belum pernah dilakukan dengan metode kualitatif, sehingga hasil penelitian ini akan banyak memberikan sumbangan bagi pengembangan ilmu khususnya di bidang perilaku investor di pasar modal beserta strategi berinvestasi yang menyesuaikan dengan nilai-nilai dan kondisi sosial budaya bangsa Indonesia. Penelitian ini akan memberikan pencerahan dan edukasi pasar modal bagi investor melalui pengalaman dari berbagai informan sehingga dapat diperoleh sebuah solusi terbaik bagi masa depan pasar modal Indonesia yang sampai saat ini masih didominasi oleh investor yang cenderung *speculator* sehingga membahayakan kestabilan pasar modal Indonesia. Bagaimana strategi berinvestasi yang baik dan menguntungkan di pasar modal tanpa melepaskan nilai-nilai fitrah sebagai manusia yang disesuaikan dengan kondisi sosial dan budaya bangsa Indonesia merupakan tujuan akhir dari kajian ini.

BAB 4. METODE PENELITIAN

4.1. Alur Penelitian

Penelitian ini dilakukan melalui langkah-langkah berikut :

1. Analisis makna pasar efisien

Peneliti melakukan eksplorasi untuk pemahaman makna pasar efisien dari informan. Penentuan makna pasar efisien ini penting untuk dilakukan mengingat hal ini dapat menentukan langkah dari investor dalam berperilaku dan penentuan time horizon mereka dalam berinvestasi saham.

2. Ekplorasi aspek-aspek pembentuk perilaku investor dalam beradaptasi terhadap bentuk efisiensi pasar..

4.2. Metode Penelitian

Adapun metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

- 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.

Burrell dan Morgan (1979), berpendapat 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.

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*).

Berdasarkan pengertian di atas, penelitian kualitatif dalam penelitian ini adalah salah satu metode penelitian yang bertujuan untuk mendapatkan pemahaman tentang kenyataan melalui proses berfikir induktif. Penelitian kualitatif diharapkan dapat selalu memusatkan

perhatian pada kenyataan atau kejadian dalam konteks yang diteliti. Pada penelitian ini, peneliti terlibat dalam situasi dan *setting* fenomena yang diteliti. Setiap kejadian merupakan sesuatu yang unik dan berbeda dengan yang lain karena perbedaan konteks.

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.

Perilaku investor dalam pengambilan keputusan investasi saham adalah perilaku yang khusus, berdasarkan pengalaman, persepsi dan pemahaman investor yang bersifat unik. Perilaku yang tampak merupakan gejala (*noema*) dari apa yang menjadi persepsi dan motivasi individu tersebut. Penelitian ini menggunakan fenomenologi untuk mendapatkan pemahaman yang lebih baik terhadap makna dibalik perilaku investor. Psikologis investor bersifat abstrak. Dunia riilnya adalah apa yang tampak pada perilaku, sehingga dengan memahami dan mengkaji perilaku secara mendalam, maka hakekat (*esensi*) dari sebuah fenomena akan terungkap.

3. Setting Penelitian

Setting Penelitian ini adalah di Bursa Efek Indonesia sebagai satu-satunya 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 kriteria 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. (4) 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 subjektivitas 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.

4.2.6. Keabsahan 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.

4.2.7. Analisis Data

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

1. Mengidentifikasi unit makna dan mengelompokkan tema

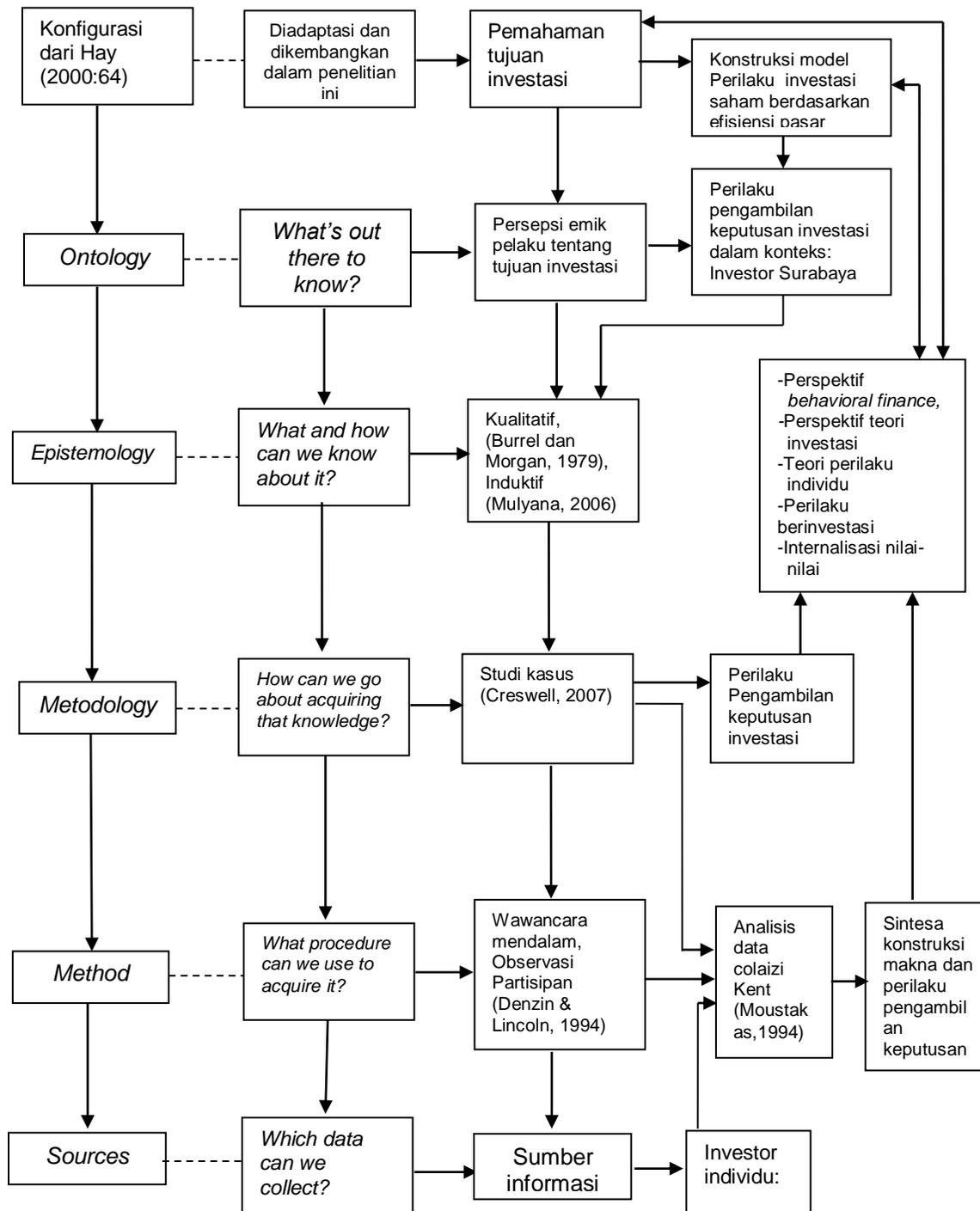
Tahap ini adalah tahapan reduksi fenomenologi. Pada tahap ini dilakukan : (1) *transcribing*, yaitu dengan mendengarkan kembali rekaman wawancara dan membuat transkrip hasil wawancara, (2) Identifikasi unit makna dan menentukan tema. Yaitu dengan

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 tekstural diawali dengan validitas internal yaitu triangulasi. Tahap berikutnya adalah menyimpulkan tiap tema untuk menciptakan deskripsi tekstural 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 deskripsi tekstural 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 dimension*, *self searching and reflecting* dari deskripsi tekstural 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. Selain itu pada tahap ini proposisi penelitian telah dapat diturunkan berdasarkan esensi makna pengalaman. Pemodelan ini diharapkan dapat menjadikan suatu contoh peran, pemahaman dan strategi berinvestasi di pasar modal. Adapun peta dari penelitian ini dapat dilihat dari gambar berikut :



Gambar 4.1. Peta Penelitian

Hasil yang ingin dicapai atau luaran dari penelitian ini adalah suatu pemahaman yang mendalam tentang perilaku investor dalam berinvestasi saham di bursa efek Indonesia,

konsep teori dan sebuah model konstruksi dari perilaku investor berdasarkan psikologis dan moralitas investor jangka pendek yang terintegrasi seperti pada gambar berikut :

BAB 5. HASIL DAN LUARAN YANG DICAPAI

5.1. Hasil Penelitian

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

Tabel 5.1. 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. Minimnya jumlah investor lokal di 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 fasilitas interaksi antara pembeli dan penjual untuk menentukan harga surat berharga yang diperjualbelikan, (2) alternatif penghimpunan dana masyarakat di luar perbankan, (3) memungkinkan 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 kepantasan 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, (dari sisi perusahaan broker) 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

Dengan jumlah investor lokal yang sangat sedikit, amatlah susah untuk melihat efek dari perilaku dari investor lokal. Jika diamati perilaku investor cenderung memunculkan perilaku investor mayoritas, dimana mayoritas investor kita adalah investor asing. Hal ini mengakibatkan ketidakberdayaan investor lokal untuk berperan maksimal dalam penciptaan harga di pasar modal Indonesia. Ditambah lagi dengan pengetahuan para investor lokal yang kurang memadai dalam bidang keuangan dan investasi finansial menyebabkan perilaku investor lokal hanya menjadi pengekor dari investor asing. Hal ini seperti dijelaskan oleh informan berikut:

“ Jumlah investor kita Itu tidak mencapai 500 ribu orang. Kecil sekali. Lha kita kan gak bisa menggambarkan perilaku mereka dengan jumlah yang sekian. Otomatis kita hanya akan menjadi pengekor. Apalagi pengetahuan para investor terutama retail itu sangat kurang. Mereka melakukan pembelian hanya berdasarkan teknikal saja. Akhirnya menciptakan spekulasi yang tinggi ”Wc. Bh.JI-3

“Ya, logika kita seperti itu (berita baik menyebabkan harga saham naik), Namun barangkali kan sebagiannya itu tidak ada berita baik yang muncul, tetapi mereka itu di dalam rangka menggoreng saham, itu market cornering itu ya, bagaimana mereka menjadikan saham itu kan.....sehingga seringkali saya mengalami beberapa teman saya adalah seringkali membeli terlalu mahal, waktu mereka mau jual harga mulai turun. Jadi yang menikmati itu adalah investor asing, karena sampai saat ini tidak bisa dihindari, karena sampai sekarang itu dominasi investor asing masih besar. Mereka memang bisa, dalam konteks jumlah mereka memang gak banyak, tapi begitu mereka melakukan transaksi, itu luar biasa. Nah itu faktor psikologis yang sering saya jumpai seperti itu. saya termasuk orang yang tidak, karena tahu tadi buk ya, pengalaman mungkin, dulu tahun-tahun 1996 sampai tahun-tahun 1998 saya termasuk yang disitu (pengikut investor asing). Berdasarkan pengalaman saya tadi, oh ternyata saya ini, kita ini sering dipermainkan oleh investor asing, sekarang biar orang asing beli, sudah saya gak begitu peduli” (wc.LT.Ps5.p2).

Menggoreng saham adalah istilah yang sering dipakai oleh investor saham untuk menggambarkan saham-saham yang dipermainkan oleh para investor besar/asing untuk memengaruhi harga saham. Hal ini merupakan salah satu moral hazard yang sering dilakukan

oleh para pelaku pasar untuk keuntungan pribadi tanpa mempedulikan kepentingan orang lain ataupun kestabilan pasar modal.

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, melihat prosentase jumlah investor yang sangat minim.

2. Efisiensi Pasar Modal Indonesia, Suatu Tinjauan Interpretif

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. Penelitian sekitar tahun 1990 (Mar'ati, 2012) menyatakan bahwa pasar modal Indonesia belum efisien dalam bentuk semi kuat. Apakah kondisi pasar modal Indonesia sekitar tahun 2015 sampai tahun 2017 akan efisien dalam bentuk semi kuat? Efisien tidaknya suatu pasar juga akan memberikan implikasi kepada investor dalam melakukan strategi investasinya

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, tapi secara umum saya sering mendapatkan return” Wc.Bh.Rtn-1.

Melihat dari tingkat efisiensi pasar. Umumnya kalau pasar itu efisien, harga akan terkoreksi dengan cepat ya bu mengikuti perubahan informasi. Artinya kalau pasarnya efisien, investor akan kalah cepat dengan penyesuaian harga yang dilakukan pasar, sehingga tidak akan mendapatkan return dari pasar,”WC.Lt.Ef.1

“Wah saya belum berani mengatakan itu, itu perlu penelitian bu, tapi waktu kemaren ada gerakan 212 itu lumayan berpengaruh pada harga saham. Apalagi untuk saham Sariroti mungkin yang turun drastic setelah adanya statemen dari manajemen itu. Nah itu berarti pasar modal kita cukup merespon segala informasi meskipun tidak sangat cepat sekali. Artinya masih ada investor yang memiliki peluang untuk memanfaatkan even-even tertentu”Wc.Ws.Ef.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 harga saham sekarang merefleksikan semua informasi di masa lalu (seperti harga dan volume perdagangan dimasa lalu). Lebih lanjut informasi masa lalu dihubungkan dengan harga saham 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 earning, deviden, pengumuman stock split, penerbitan saham baru dan kesulitan keuangan yang dialami perusahaan) sampai ke masyarakat keuangan. Tujuannya adalah untuk meminimalkan misinformasi mengenai operasi perusahaan dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu efek yang telah dikeluarkan oleh suatu institusi, 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 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 spekulasi, 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 Hipotesis pasar efisien mengasumsikan rasionalitas dalam perilaku investornya. Artinya bahwa ketika investor melakukan pembelian saham, dapat diyakini bahwa keputusan tersebut berdasarkan pertimbangan yang rasional menggunakan analisis fundamental dan teknikal yang maksimal.

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.)

“Kalau saya dulu saya beli sahamnya ya pake teknikal aja bu. Saya lihat posisinya sudah sampai dimana. Kalau sudah sampai dibawah maka saya beli dan jual lagi kalau grafik sudah diatas. Karena saya trader bu. Fundamental saya lihat juga tapi makro. Kondisi ekonomi saat ini gimana, termasuk juga yang beli siapa saja...kemungkinan untuk naik bisa gak....(Wc.Ws.At.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

tahunnya 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). Dan 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 (randomwalk). 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 statistic yang dilakukan menunjukkan bahwa pergerakan harga saham harian adalah acak (random walk) dan tidak ada korelasi antara pergerakan harga saham hari ini dengan hari kemaren. Hasil dari penelitian Ambarwati (2006) juga menunjukkan pasar modal Indonesia berbentuk semi kuat selama periode tahun 2003-2005 belum efisien, karena pengumuman kenaikan dan penurunan pendapatan tidak mempengaruhi perubahan harga saham di pasar modal Indonesia. Informasi mengenai perusahaan yang disampaikan kepada publik selama ini merupakan informasi yang kurang relevan untuk para investor di pasar modal. Penelitian juga senada dengan Dwipayana & Wiksuana (2017) yang menunjukkan Bursa Efek Indonesia efisien bentuk setengah kuat secara informasi.

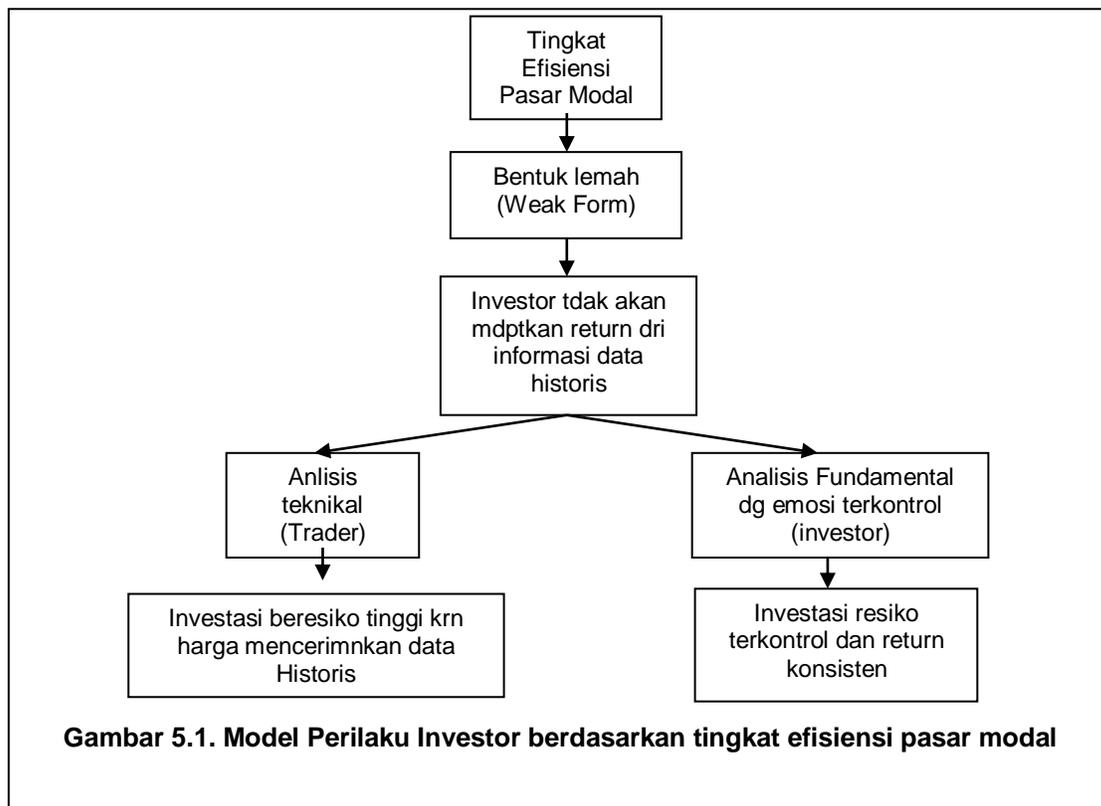
Jika dikaji lebih dalam, teori keuangan konvensional termasuk didalamnya hipotesis pasar efisien (Fama, 1959) mengasumsikan bahwa manusia adalah rational economic man (REM), dimana seorang investor dalam pengambilan keputusan investasi saham, selalu rasional. Namun jika ditinjau dari kajian behavioral finance, 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 walk. 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 background dimana dia tumbuh dan bagaimana motivasi dari perilaku tersebut. 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 (harian, mingguan) akan menjadi investor yang 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 akan mendapatkan return yang cenderung konsisten dalam jangka panjang.



BAB 6. KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. 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 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 yang memunculkan perilaku bias kognitif dan bias psikologis sehingga asumsi yang cocok adalah Behaviorally Bias Men (BBM).

6.2. 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.

DAFTAR PUSTAKA

- Ady, Sri Utami. 2004. Analisis Variabel-variabel yang Berpengaruh Terhadap Spread Harga Saham pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Majalah Ekonomi dan Bisnis FE. Univ. Dr. Soetomo: Journal*, 4, (2): 36-57.
- Ady, Sri Utami. 2009. *Varian Return, variable yang Paling Berpengaruh Pada Spread Harga saham*. Hasil Penelitian.
- Ajzen, Icek. 2005. *Attitude, Personality and Behavior*. 2nd ed. McGraw-Hill. NY.
- Ambarwati, Rika Saridewi. 2006. Analisis Efisiensi Pasar Modal Dalam Semi-Strong Form Periode 2003-2005. (Studi Pada PT Bursa Efek Jakarta). *Tesis*.
- Bem, S. L. 1977. *Bem Sex-Role Inventory (BRSI). The 1977 Annual Handbook for Group Facilitators*. J. W. Pfeiffer and J. E. Jones. San Diego, University Associates.
- Bogdan, R. C. dan Biglen, S. K. 1992. *Qualitative Reseach for Education: an Introduction to theory and Method*. Allyn & Bacor, Boston.
- Boyle, G. and Walter, B. 2003. Reflected glory and failure: International sporting success and the stock market. *Applied Financial Economics* 13: 225–235.
- Burrell, G. and Morgan. 1979. *Sosiologycal Paradigms and organizational Analysis: Elements of The Sociology of Corporate Life*, London, Heineman.
- Cao, Melanie, dan Wei, Jason. 2005, Stock Market Returns: A Note on Temperature Anomaly, *Journal of Banking & Finance* 29: 1559-1573.

- Capra, Fritjof. 2000. *The Tao of Physics: An Exploration of the parallels between Modern Physics and Eastern Mysticism*, 4th edition. Terjemahan, New York: Bantam Books.
- Capra, Fritjof. 1997. *Titik Balik Peradaban: Sains, Masyarakat dan Kebangkitan Kebudayaan*. Terjemahan Bahasa Indonesia, Yogyakarta: Bentang.
- Cohen, R. M., Gross, M., Nordahl, T. E., Semple, W. E., Oren, D. A. and Rosenthal, N. E. 1992. Preliminary data on the metabolic brain pattern of patients with winter seasonal affective disorder. *Archives of General Psychiatry* **49** (7): 545–552.
- 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 et.al (penerjemah), Pustaka Pelajar.
- Dichev, I. D. and Janes, D. 2001. Lunar Cycle Effects in Stock Returns. *Working Paper*, University of Michigan Business School and SSRN.com.
- Dowling, Michael, dan Lucey, Brian M. 2008, Robust Global Mood Influence in Equity Pricing, *Journal of Multinational Financial Management* **18**: 145-164.
- Durand, Robert B. et al. 2008, An Intimate Portrait of the Individual Investor. *Journal of Behavioral Finance* **9** (44): 193-208.
- Dwipayana, I Gusti Ngurah Agung Putra & Wiksuana, I Gusti Bagus .2017. Pengujian Efisiensi Pasar Di Bursa Efek Indonesia, *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6 (4). 2105-2132
- Fatchan, H. A. 2011. *Metode Penelitian Kualitatif, beserta contoh proposal skripsi, tesis, dan disertasi*. Jenggala Pustaka Utama, Surabaya.
- Feist, J dan Feist, G.J. 2010. *Theories of Personality*, 7th. Handriatno (penerjemah). Teori Kepribadian, Buku 1, Salemba Humanika.
- Forgas, J. P. 1995. Mood and judgment: The affect infusion model (Aim). *Psychological Bulletin* **117**: 39–66.
- 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.
- Hammami, Fatma dan Abaoub, Ezzeddine. 2010, Lunar Phases, Investor Mood, and The Stock

- Market Return: Evidence from the Tunisian Stock Exchange. *Global Journal of Finance and Management*, **2**, (1): 1-18.
- Harianto, F. dan Sudomo, S. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Edisi Pertama, PT. Bursa Efek Jakarta.
- Hirt, E. R., Zillman, D., Erikson, G. A. and Kennedy, C. (1992). Costs and benefits of allegiance: Changes in fan's self-ascribed competencies after team victory versus defeat. *Journal of Personality and Social Psychology* **63** (5): 724–738.
- Hong, H., Kubik, J. D. and Stein, J. C. (2001). Social interaction and stock-market participation. *Working Paper*, SSRN.com
- <http://www.google.com>. Januari 2011, Studi Perilaku Investor dan Pergerakan Harga Saham.
- <http://www.binis.com> , Januari 2012, Jumlah Investor Jatim.
- Hu, Jian, (2009), Does Weather Matter?, Departmental *Working Paper*, Department of Economic, Southern Methodist University, No.0809. pp. 1-24.
- Isen, A. M. (2000). *Positive affect and decision making*. In J. M. Haviland (ed.), *Handbook of Emotions*. London: Guilford Press, pp. 261–277.
- Jones, Charles P. 1998. *Investment, Analysis and Management*, Sixth Edition. John Wiley & Son, Inc. USA.
- Kamstra, M. J., Kramer, L. A. and Levi, M. D. 2003. Winter Blues: A sad stock market cycle. *American Economic Review* **93** (1): 324–343.
- Kuhn, T.S., 1979. *The Structure of Scientific Revolutions*, 2nd. University of Chicago Press.
- Kuswarno, E., 2009. *Metode Penelitian Komunikasi, Fenomenologi, Konsepsi, Pedoman, dan contoh penelitian, Fenomena Pengemis Kota Bandung*, Widya Padjadjaran.
- 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*,
- Loewenstein, George. 2000. Emotion in Economic Theory and Economic Behavior. *American Economic Review* **65**: 426-432.
- Loewenstein, G., Weber, E. U., Hsee, C. K., dan Welch, N. 2001. Risk as Feeling, *Psychological Bulletin* **127**: 267-286.
- Lucey, B.M. 2005, The Role Of Feeling In Infestor Decision-Making. *Jounal Of Economic Surveys*, **19**, (2), pp. 212-237.
- Mar'ati, Fuji, Sri. 2012. Analisis Efisiensi pasar Modal Indonesia, *Jurnal Ilmu Manajemen dan*

Akuntansi Terapan (JIMAT), 3 (2), pp.35-44

- Markowitz, H. 1952. Portofolio Selection, *The Journal of Finance* **7**(1): 77-91.
- Mayo Clinic, 2002, Seasonal affective Disorder
- Moustakas, Clark. 1994. *Phenomenological Research Methods*. Sage Publication Inc. USA.
- Nofsinger, J. R. 2003. Social mood and financial economics. *Working Paper*, Washington State University.
- Norman, W. T. 1963. Toward an Adequate Taxonomy of Personality Affect. *Journal of Abnormal and Social Psychology* **66**(6): 574 - 583.
- Olsen, Robert. 1998. Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility, *Association for Investment Management and Research, Financial Analysts Journal*, Vol.54, No.2: 10-18.
- Patton, E. dan S. H. Appelbaum. 2003. The Case for Case Studies in Management Research. *Managemenr Research News*. Vol **26** No.5.
- Pompian, M. M. 2006. *Behavioral Finance and Wealth Management, How to Build Optimal Portofolios That Account for Investor Biases*. 1st. John Wiley & Son, Inc. USA.
- Rick, Scott, and Loewenstein. 2008. The Role of Emotion in Economic Behavior, From *Handbook of Emotion*, Third Edition, Ch.9, pp.138-155, The Guilford Press, New York.
- Robbins, S.P. 2002. *Essential of Organizational behavior*, 5th. Halida, Sartika, D. (penerjemah). Prinsip-prinsip Perilaku Organisasi. Erlangga.
- Rosenthal, N. E. 1998. Winter Blues: Seasonal Affective Disorder: What it is and How to Overcome it. London: Guilford Press.
- Sarjono, Y. 2005. Pergulatan Pedagang Kakilima di Perkotaan, pendekatan Kualitatif. Surakarta, Muhammadiyah University Press.
- Schwarz, N. 1990. Feelings as information: Informational and motivational functions of affective states. In E. T. Higgins (ed.), *Handbook of Motivation and Cognition*, **2**. New York: Guildford Press, pp. 527–561.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* **19** (3): 425–442.
- Shefrin, H. 2001. Do investors expect higher returns from safer stocks than from riskier stocks? *Journal of Psychology and Financial Markets* **2**: 176–181.

- Shiller, R. J. 1984. Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity* **2**: 457–510.
- Sloan, L. R. 1979. The function and impact of sports for fans: *A review of theory and contemporary research*. In J. H. Goldstein (ed.), *Sports, Games and Play*. Hillsdale, NJ: Erlbaum.
- 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.
- Thaler, R. H. 2000. From homo economicus to homo sapiens. *Journal of Economic Perspectives* **14**(1): 133–141.
- Thaler. 2005. *Advances In Behavioral Finance* Vol.II, Princeton University Press.
- Walker, 1967. *Conditioning and Instrumental Learning*. Wadsworth Publishing Coy, Inc., Belmont, California.
- Yuan, Kathy, Zheng, Lu, and Zhu, Qiaoqiao, 2006. Are Investor Moonstruck? Lunar Phases and Stock Return, *Journal of Empirical Finance* **13** (1): 1-23.
- Yuksel, Asli dan Yuksel, Aydin. 2009. Stock Return Seasonality and the Temperature Effect. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 34: 107-116.
- Zajonc, R. B. 1980. Feeling and thinking: Preferences need no inferences. *American Psychologist* **35**: 151–175.

**YAYASAN PENDIDIKAN
CENDEKIA UTAMA
UNIVERSITAS DR. SOETOMO
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

Prodi S-1 : Manajemen
SK. No. 1021/SK/BAN-PT/Akred/S/X/2015
Prodi S-1 : Akuntansi
SK. No. 1262/SK/BAN-PT/Akred/S/XII/2015

Prodi S-1 : Ekonomi Pembangunan
SK. No. 128/BAN-PT/Ak-SURV/S/VI/2014
Prodi S-2 : Magister Manajemen
SK. No. 025/BAN-PT/Ak-IX/S2/XI/2011

Jl. Semolowaru 84 Surabaya, 60118 Telp. (031) 5944752, Fax. (031) 5938935, website : www.fe.unifomo.ac.id

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Sri Utami Ady, SE., MM
NIDN : 94.01.1.170 / 0715127001
Golongan : Lektor / IIID
Alamat : Taman Pondok Jati Blok Ci-17 Taman Sidoarjo

Saya ini menyatakan bahwa laporan hasil penelitian saya yang berjudul: **Eksplorasi Efisiensi Pasar Modal Indonesia, Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia**, yang dibuat dalam skim Penelitian DIPA Universitas Dr. Soetomo TA.. 2016/2017 bersifat mandiri dan belum pernah dibiayai oleh lembaga/sumber dana lain.

Jika di kemudian hari ditemukan ketidaksesuaian dengan pernyataan ini, maka saya bersedia dituntut dan diproses sesuai dengan ketentuan yang berlaku dan mengembalikan biaya penelitian yang sudah diterima ke Universitas Dr. Soetomo..

Pernyataan ini dibuat dengan sesungguhnya dan dengan sebenar-benarnya.

Surabaya, 18 Juni 2017

Yang menyatakan,



(Sri Utami Ady, SE., MM)

NIP/NIK. 94.01.1.170



(Sri Utami Ady, SE., Msi., Ak., CA)

NIP/NIK. 94.01.1.285



Dr. SRI UTAMI ADY, SE, MM unitomo <sri.utami@unitomo.ac.id>

Ekspektra

1 pesan

Open Journal System Manajemen <ojs.mj@unitomo.ac.id>

7 Juni 2017 08.16

Kepada: "Dr. SRI UTAMI ADY, SE, MM unitomo" <sri.utami@unitomo.ac.id>

Kepada Yang Terhormat Bu Sri Utami Ady
di tempat.

Terimakasih atas partisipasi anda. Artikel dengan judul "Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia, Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia" sudah kami terima.

Saya ucapkan terimakasih

Salam,
Editor Ekspektra