

6 — Pasar Saham

Pasar merupakan tempat dimana penjual dan pembeli dapat bertemu untuk saling bertukar produk masing-masing atau melakukan transaksi. Sebuah pasar tidak selalu harus mempunyai tempat dalam arti fisik, misalnya pasar keuangan (*financial market*). Menurut takrif Brigham dan Houston (2001), pasar keuangan adalah tempat terjadinya penawaran dan permintaan dana serta investasi melalui transaksi bisnis secara langsung.

Ada dua macam pasar keuangan yang utama, yaitu pasar uang dan pasar modal. Pasar uang terbentuk karena adanya penawaran dan permintaan dana jangka pendek (jangka waktu kurang dari 1 tahun) dalam bentuk sekuritas (*security*) atau surat berharga¹, warkat komersial (*commercial paper*),

¹Istilah-istilah sekuritas, surat berharga atau instrumen keuangan

dan sertifikat deposito. Sedangkan pasar modal terbentuk karena adanya penawaran dan permintaan dana jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun), baik dalam bentuk modal sendiri (*stock*) maupun hutang (*bond*), baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun oleh perusahaan swasta (privat sectors). Surat berharga utama yang diperdagangkan adalah saham (*stock, share*), obligasi (*bond*) dan derivatif (*derivative*).

Dalam perdagangan surat berharga, dikenal ada 2 jenis pasar surat berharga, yaitu pasar perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*). Seluruh surat berharga, baik di pasar uang maupun di pasar modal, diterbitkan pertama kali di pasar perdana. Dalam pasar ini penerbit (perusahaan yang *go public*, disebut juga emiten) langsung terlibat dalam transaksi dan bermaksud untuk mencari modal baru. Perdagangan surat berharga pertama kali terjadi di sini sebelum dicatatkan di bursa efek. Pada pasar perdana ini surat berharga untuk pertama kalinya ditawarkan kepada pemodal oleh pihak Penjamin Emisi (*Underwriter*) melalui Perantara Pedagang Efek (*Broker-Dealer*) yang bertindak sebagai Agen Penjual surat berharga. Proses ini biasa disebut dengan Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering/IPO*). Jadi pasar perdana adalah tempat penjualan surat-surat berharga yang baru.

Selanjutnya perdagangan surat berharga yang telah dicatatkan di bursa efek akan berlangsung di pasar sekunder. Pasar sekunder memberi kesempatan kepada para pemodal untuk membeli atau menjual surat berharga yang tercatat di

mempunyai makna yang hampir sama. Selanjutnya dalam buku ini dipilih istilah surat berharga.

bursa setelah terlaksananya penawaran perdana. Di pasar sekunder ini, surat berharga diperdagangkan dari satu pemodal kepada pemodal lainnya. Dengan kata lain, pasar sekunder merupakan tempat perdagangan surat berharga yang telah beredar.

Organisasi yang menyediakan tempat dimana pasar sekunder dapat berlangsung disebut dengan bursa efek. Menurut UU No 8 tahun 1995, bursa efek (*stock exchange*) merupakan pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek kepada pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek. Sementara itu, efek merupakan surat berharga yang berupa pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.

Bursa efek terdiri dari bursa yang terorganisir (*organized securities exchange*) dan bursa tidak terorganisir atau bursa tidak resmi (*over the counter exchange*, disingkat OTC). Bursa terorganisir merupakan organisasi nyata yang bertindak seperti pasar sekunder dimana surat-surat berharga yang beredar dijual kembali. Yang termasuk dalam contoh bursa terorganisir adalah *Jakarta Stock Exchange* (JSX), *New York Stock Exchange* (NYSE) dan *America Stock Exchange* (AMEX). Sedangkan OTC merupakan pasar tidak berwujud yang membeli dan menjual surat berharga yang tidak terdaftar di bursa yang terorganisir, sehingga di sini berkumpul para broker dan dealer dalam jumlah besar, yang dihubungkan dengan komputer dan telepon. NASDAQ di Amerika (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*) dapat dikelompokkan dalam kategori ini.

Dari uraian di atas terlihat bahwa pasar modal hanyalah merupakan tempat bertemunya permintaan dan penawaran surat berharga jangka panjang. Untuk menentukan seberapa baik kualitas pasar modal, Reilly (Yuliati *et al.*, 1996) menyarankan untuk meninjaunya melalui empat penunjuk, yaitu ketersediaan informasi, likuiditas (*liquidity*), efisiensi internal (*internal efficiency*) dan efisiensi eksternal (*external efficiency*).

Ketersediaan informasi berkaitan erat dengan informasi di pasar modal itu sendiri, misalnya informasi mengenai fluktuasi harga surat berharga di masa lalu atau fluktuasi volume perdagangannya. Dalam hal ini, informasi dimengerti sebagai serangkaian pesan yang mungkin dapat digunakan oleh penerimanya untuk melakukan suatu tindakan yang bisa mengubah kesejahteraannya, meningkatkan kemampuan penerimanya untuk melakukan tindakan yang bersifat kritis dan memperoleh nilai tertentu dari perubahan pesan-pesannya. Informasi yang ada akan mempengaruhi proses terbentuknya harga jual dan beli suatu surat berharga. Semakin lengkap dan mudah akses terhadap informasinya, maka pasar modal akan semakin baik.

Likuiditas menunjukkan kemampuan untuk membeli atau menjual surat berharga tertentu secara cepat dan pada harga yang tidak terlalu berbeda dengan harga sebelumnya, dengan andaian tidak ada tambahan informasi baru sehingga likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangan berjangka pendek. Sementara efisiensi internal suatu pasar modal bergantung pada tinggi rendah biaya transaksi, biaya pajak dan biaya yang berkaitan dengan *financial distress* di pasar modal tersebut. Semakin rendah

biaya transaksi maka semakin tinggi efisiensi internalnya. Dengan demikian efisiensi internal juga dapat disebut efisiensi operasional.

Faktor penunjuk terakhir, efisiensi eksternal, menjelaskan penyesuaian harga surat berharga terhadap informasi baru. Karena efisiensi eksternal berkaitan dengan pasokan informasi, maka efisiensi eksternal dikenal sebagai efisiensi informasi (*informational efficiency*). Pendapat-pendapat yang berusaha menjelaskan tentang hubungan pasokan informasi dan tingkat efisiensi pasar dikenal sebagai hipotesis pasar efisien dan akan diberikan penjelasan secara khusus pada bagian lain dalam bab ini.

6.1 Saham

Saham adalah sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan, dan pemegang saham memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan. Wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemiliknya adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan kertas tersebut. Bila seorang pemodal membeli saham, maka ia akan menerima kertas yang menjelaskan bahwa ia memiliki perusahaan penerbit saham tersebut.

Ada dua keuntungan bagi pemodal yang memiliki saham, yakni dividen dan laba modal (*capital gain*). Dividen merupakan keuntungan emiten yang dibagikan kepada para pemegang saham. Dividen diberikan setelah mendapatkan persetujuan dari para pemegang saham dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham). Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham

tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen.

Umumnya dividen merupakan salah satu daya tarik bagi pemegang saham yang berorientasi jangka panjang, misalnya pemodal kelembagaan. Dividen yang dibagikan emiten dapat berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.

Laba modal atau *capital gain* merupakan selisih harga beli dan harga jual saham. Laba modal terbentuk dengan adanya kegiatan perdagangan saham di pasar sekunder. Umumnya pemodal dengan orientasi jangka pendek mengejar keuntungan melalui laba modal ini. Misalnya seorang pemodal yang membeli saham pada pagi hari dan kemudian menjualnya di sore hari ketika harga saham mengalami kenaikan.

Saham dikenal dengan karakteristik *high risk-high return*. Artinya, saham merupakan surat berharga yang memberikan peluang keuntungan tinggi namun juga memiliki risiko tinggi. Saham memungkinkan pemodal untuk mendapatkan hasil pengembalian (*return*), dalam hal ini laba modal, dalam jumlah besar dalam waktu yang singkat. Namun, fluktuasi harga saham juga dapat membuat pemodal mengalami kerugian besar dalam waktu singkat.

Risiko tinggi karena berinvestasi dalam bentuk saham diantaranya adalah tidak adanya pembagian dividen, rugi modal (*capital loss*), risiko likuidasi, dan risiko penghapusan (*delisting*) dari bursa.

Risiko tidak adanya pembagian dividen dapat terjadi jika emiten tidak dapat membukukan laba pada tahun berjalan. Bisa juga disebabkan RUPS memutuskan untuk tidak membagikan dividen kepada pemegang saham karena laba yang diperoleh akan digunakan untuk perluasan usaha. Rugi modal dapat terjadi apabila harga beli saham lebih tinggi dari harga jualnya. Sedangkan jika emiten bangkrut atau dilikuidasi, para pemegang saham memiliki hak klaim terakhir terhadap aktiva perusahaan setelah seluruh kewajiban emiten dibayar. Yang terburuk adalah jika tak ada lagi aktiva yang tersisa, maka para pemegang saham tidak memperoleh apa-apa. Untuk risiko penghapusan dari bursa hanya akan terjadi karena beberapa alasan seperti dalam jangka waktu tertentu kinerja emiten dinilai buruk oleh pasar sehingga volume perdagangan saham cenderung menurun terus dalam waktu lama.

6.2 Obligasi

Obligasi adalah sertifikat yang berisi kontrak antara pemodal dan perusahaan yang menyatakan bahwa pemodal tersebut telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Maka, obligasi bisa pula disebut surat pengakuan hutang. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara berkala sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan dan pada saat jatuh tempo perusahaan harus membayar pokok pinjamannya.

Nilai suatu obligasi bergerak berlawanan arah dengan perubahan suku bunga secara umum. Jika suku bunga secara umum cenderung turun, maka nilai atau harga obligasi akan meningkat, karena para pemodal cenderung untuk berinvestasi

pada obligasi. Sebaliknya, jika suku bunga secara umum cenderung meningkat, maka nilai atau harga obligasi akan turun, karena para pemodal cenderung untuk menanamkan uangnya di bank.

Pemodal yang berinvestasi dalam bentuk obligasi akan memperoleh beberapa keuntungan, yaitu mendapatkan bunga, laba modal dan hak klaim pertama jika emiten bangkrut atau dilikuidasi. Bunga obligasi ditetapkan dalam persentase dari nilai nominal obligasi dan akan dibayarkan secara berkala sampai jatuh tempo. Sebagai contoh, untuk obligasi dengan kupon 10%, pemodal akan menerima Rp 10 setiap Rp 100 dari nilai nominal setiap tahun. Biasanya pembayaran bunga dilakukan setiap 3 atau 6 bulan sekali.

Selain itu, sebelum jatuh tempo biasanya obligasi diperdagangkan di pasar sekunder, sehingga pemodal mempunyai kesempatan untuk memperoleh laba modal. Laba modal juga dapat diperoleh jika pemodal membeli obligasi dengan diskon sehingga harga belinya lebih rendah dari nilai nominalnya, sedangkan pada saat jatuh tempo perusahaan akan membayar sesuai dengan nilai nominal obligasi.

Sebagaimana sifat investasi yang tidak hanya menjanjikan hasil pengembalian tetapi juga menyimpan risiko, berinvestasi dalam bentuk obligasi juga mengandung sifat demikian. Risiko-risiko itu antara lain, rugi modal, *default* atau gagal bayar (kegagalan emiten untuk memenuhi ketentuan yang ditetapkan dalam kontrak obligasi), dan *callability*. Risiko yang disebutkan terakhir hanya akan terjadi pada obligasi yang memang mencantulkannya sebagai salah satu kesepakatan dalam kontrak. Kesepakatan itu menjamin emiten untuk mempunyai hak membeli kembali obligasi sebelum ja-

tuh tempo. Biasanya ini dilakukan pada saat suku bunga secara umum menunjukkan kecenderungan menurun. Sebagai gantinya, emiten akan memberikan premi kepada pemegang obligasi.

6.3 Derivatif

Derivatif merupakan surat berharga yang nilainya bergantung pada surat berharga yang mendasari atau surat berharga acuan (*underlying assets*). Ada beberapa macam surat berharga derivatif, seperti bukti right, waran (*warrant*), kontrak berjangka (*future*), dan opsi (*option*).

Derivatif merupakan surat berharga yang sangat berisiko jika tidak digunakan secara hati-hati (Bapepam, 2003, hlm.17). Meskipun demikian derivatif juga dapat digunakan untuk mengurangi risiko atau sebagai investasi spekulatif (Brigham dan Houston, 2001). Contoh penggunaan derivatif untuk mengurangi risiko dapat dilihat dari peristiwa berikut. Ketika rupiah melemah terhadap dolar, laba bersih seorang importir cenderung menurun. Importir ini dapat mengurangi risiko dengan membeli derivatif yang meningkatkan nilai labanya ketika nilai rupiah menurun. Tindakan importir seperti ini disebut operasi *hedging* (lindung nilai, pemagaran), tujuannya adalah untuk mengurangi risiko. Di sisi lain, spekulasi dengan harapan memperoleh hasil pengembalian yang tinggi dapat dilakukan dengan derivatif, namun risiko yang dihadapi juga tinggi. Brigham dan Houston (2001) menyebutkan bahwa perusahaan Procter and Gamble di Amerika pernah mengalami kerugian sebesar \$150 juta karena investasi derivatif, bahkan perusahaan Orange Country di California jatuh bangkrut