

# DAFTAR ISI

|              |   |            |
|--------------|---|------------|
| <b>BAB 1</b> | <b>KONSEP MANAJEMEN INVESTASI DAN PORTOFOLIO .....</b>                      | <b>1</b>   |
|              | A. Definisi Investasi.....  | 1          |
|              | B. Tujuan Investasi .....   | 2          |
|              | C. Proses Investasi .....   | 10         |
|              | D. Tipe-Tipe Investasi .....  | 20         |
| <b>BAB 2</b> | <b>PASAR MODAL INDONESIA.....</b>   | <b>31</b>  |
|              | A. Pengertian Pasar Modal.....  | 31         |
|              | B. Peranan Pasar Modal .....  | 50         |
|              | C. Prosedur Pendaftaran Sekuritas di BEI .....                              | 54         |
|              | D. Mekanisme Perdagangan di BEI.....  | 60         |
| <b>BAB 3</b> | <b>PASAR MODAL SYARIAH.....</b>   | <b>67</b>  |
|              | A. Konsep Pasar Modal Syariah .....   | 67         |
|              | B. Sejarah Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia                    | 75         |
|              | C. Instrumen Pasar Modal Syariah .....                                      | 76         |
| <b>BAB 4</b> | <b>EFISIENSI PASAR .....</b>  | <b>103</b> |
|              | A. Konsep Pasar Efisien .....   | 103        |
|              | B. Efisiensi Pasar secara Informasi ( <i>External Efficiency</i> )          | 107        |
|              | C. Efisiensi Pasar secara Operasional ( <i>Internal Efficiency</i> )        | 109        |
|              | D. <i>Allocative Efficiency</i> .....                                       | 111        |
|              | E. Implikasi Konsep Pasar Efisien.....                                      | 113        |
| <b>BAB 5</b> | <b>INSTRUMEN-INSTRUMEN KEUANGAN DI PASAR MODAL DAN PASAR KEUANGAN .....</b> | <b>117</b> |
|              | A. Instrumen Keuangan di Pasar Uang .....                                   | 117        |
|              | B. Instrumen Keuangan di Pasar Modal .....                                  | 133        |

untuk mengompensasi risiko?<sup>75</sup> Para ekonom menyebut kompensasi berlebih ini sebagai *abnormal return*. Apakah hal ini dapat dilakukan di pasar keuangan tertentu merupakan pertanyaan empiris. Jika suatu strategi diidentifikasi yang dapat menghasilkan *abnormal return* maka atribut yang mengarahkan seseorang untuk menerapkan strategi tersebut disebut sebagai anomali pasar.

*Abnormal return*, juga dikenal sebagai *excess return*, mengacu pada keuntungan (atau kerugian) tak terduga yang dihasilkan oleh sekuritas/saham. *Abnormal return* diukur sebagai perbedaan antara *return* aktual yang diperoleh investor atas suatu aset dan *expected return* yang biasanya diprediksi menggunakan persamaan CAPM.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m)) - R_f$$

$E(R_i)$  = Capital asset expected return

$R_f$  = Risk-free rate of interest

$\beta_i$  = Sensitivity

$E(R_m)$  = Expected return pasar

Catatan: "Premi Risiko" =  $(R_m - R_f)$

Rumus CAPM digunakan untuk menghitung *expected return* dari suatu aset. Hal ini didasarkan pada gagasan risiko sistematis (atau dikenal sebagai risiko yang tidak dapat didiversifikasi) bahwa investor perlu diberi kompensasi dalam bentuk premi risiko. Cara yang paling sederhana untuk menghitung *abnormal return* adalah menghitung selisih antara *return* sebenarnya dengan *expected return*, dengan rumus sebagai berikut.

$$AR_{it} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

$AR_{it}$  = Abnormal return untuk saham  $i$  pada peristiwa ke  $t$  (atau pada hari ke  $t$ )

$R_{i,t}$  = Actual return atas saham  $i$  yang terjadi pada hari ke  $t$

$E(R_{i,t})$  = Expected return untuk saham  $i$  pada hari ke  $t$

<sup>75</sup> Pertanyaan ini sebagian besar secara teori dan empiris dijawab oleh, Frank J Fabozzi, Francesco A Fabozzi, Pamela Peterson Drake. 2021. *Introduction to Finance: Financial Management and Investment Management*. World Scientific.

baru, melainkan informasi yang disita dengan cepat ke dalam harga aset. Bukti empiris mendukung gagasan bahwa pasar saham Indonesia sebagian besar adalah bentuk setengah kuat yang efisien. Ini pada gilirannya, menyiratkan bahwa analisis yang cermat terhadap perusahaan yang menerbitkan saham tidak dapat secara konsisten menghasilkan abnormal *return*.

3. Bentuk kuat (*strong form efficient*). Dalam bentuk efisiensi pasar yang kuat, harga aset mencerminkan semua informasi publik dan pribadi. Dengan kata lain, pasar (yang mencakup semua investor) mengetahui segalanya tentang semua aset keuangan, termasuk informasi yang belum dirilis ke publik. Bentuk kuat menyiratkan bahwa Anda tidak dapat membuat abnormal *return* dari perdagangan informasi orang dalam ketika informasi orang dalam adalah informasi yang belum dipublikasikan.

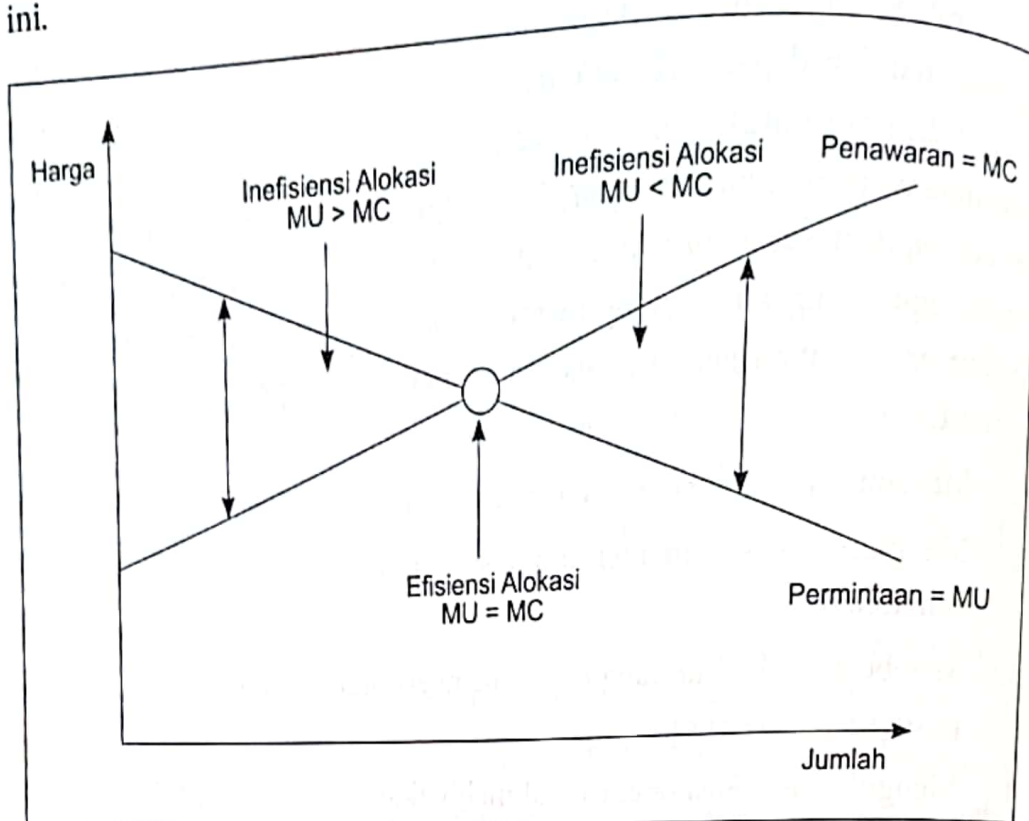
## **B. EFISIENSI PASAR SECARA INFORMASI (*EXTERNAL EFFICIENCY*)**

Seperangkat asumsi apa yang menyiratkan pasar modal yang efisien? Premis awal dan penting dari pasar yang efisien mensyaratkan bahwa sejumlah besar peserta yang memaksimalkan keuntungan menganalisis dan menilai sekuritas, masing-masing secara independen dari yang lain. Asumsi kedua adalah bahwa informasi baru mengenai sekuritas datang ke pasar secara acak dan waktu untuk satu pengumuman umumnya tidak tergantung pada yang lain. Asumsi ketiga sangat penting yaitu investor yang memaksimalkan keuntungan menyesuaikan harga sekuritas dengan cepat untuk mencerminkan pengaruh informasi baru. Meskipun penyesuaian harga mungkin tidak sempurna, itu tidak bias. Ini berarti bahwa terkadang pasar akan menyesuaikan diri secara berlebihan dan terkadang akan kurang menyesuaikan, tetapi tidak dapat memprediksi mana yang akan terjadi pada waktu tertentu. Harga sekuritas menyesuaikan dengan cepat karena banyak investor yang memaksimalkan keuntungan bersaing satu sama lain.

Efek gabungannya, yaitu informasi yang datang secara acak, independen, tidak dapat diprediksi, dan banyak investor yang bersaing menyesuaikan harga saham dengan cepat. Untuk mencerminkan informasi baru ini berarti bahwa orang akan mengharapkan perubahan harga menjadi independen dan acak. Perhatikan bahwa proses penyesuaian memerlukan sejumlah



alokatif adalah ketika permintaan (*marginal utility*) sama dengan penawaran (*marginal cost*). Penjelasan diagram efisiensi alokasi ditunjukkan di bawah ini.



Gambar Diagram Efisiensi Alokasi

Agar efisiensi alokasi dapat dipertahankan, pasar harus beroperasi secara efisien. Pasar yang efisien menunjukkan transparansi yang jelas dari semua data kepada semua pelaku pasar. Artinya, setiap orang dapat mengakses semua informasi yang tersedia dan informasi tersebut secara akurat direpresentasikan dalam harga pasar atau bisa disebut efisiensi informasi.

Karakteristik lain dari pasar yang efisien adalah bahwa ada sedikit atau tidak ada biaya transaksi. Ini memungkinkan semua pihak untuk berpartisipasi secara setara dalam transaksi dan modal akan mengalir ketika utilitas maksimum diakui. Fenomena tersebut disebut sebagai efisiensi transaksional. Konsep pasar yang efisien sebagian besar hipotetis dan mengasumsikan dunia yang sempurna. Di dunia nyata, ada beberapa variabel yang membatasi pergerakan bebas informasi dan mengakibatkan inefisiensi terkait dengan distribusi modal dan sumber daya yang optimal.

besar investor untuk mengikuti pergerakan sekuritas, menganalisis dampak informasi baru terhadap nilainya, dan membeli atau menjual sekuritas hingga harganya menyesuaikan untuk mencerminkan informasi baru. Skenario ini menyiratkan bahwa pasar yang efisien secara informasi memerlukan beberapa jumlah minimum perdagangan dan lebih banyak perdagangan oleh banyak investor yang bersaing akan menyebabkan penyesuaian harga yang lebih cepat dan membuat pasar lebih efisien.<sup>76</sup>

Terakhir, karena harga sekuritas menyesuaikan dengan semua informasi baru, harga sekuritas ini harus mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk umum kapan saja.<sup>77</sup> Oleh karena itu, harga sekuritas yang berlaku setiap saat harus merupakan cerminan yang tidak bias dari semua informasi yang tersedia saat ini, termasuk risiko yang terkait dengan kepemilikan sekuritas tersebut. Oleh karena itu, di pasar yang efisien, *return* yang diharapkan secara implisit dalam harga sekuritas saat ini harus mencerminkan risikonya, yang berarti bahwa investor yang membeli pada harga yang efisien secara informasi ini harus menerima tingkat *return* yang konsisten dengan risiko yang dirasakan saham. Terdapat cara lain, dalam hal CAPM, yaitu semua saham harus berada di SML sehingga tingkat *return* yang diharapkan konsisten dengan risiko yang mereka rasakan.

*Security market line* (SML) adalah representasi visual dari model penetapan harga aset modal (*capital asset pricing model*/CAPM).<sup>78</sup> SML adalah representasi teoretis dari *return* aset yang diharapkan berdasarkan risiko sistematis dan tidak dapat didiversifikasi. Secara lebih luas, SML memplot *return* pasar yang diharapkan untuk sekuritas yang dapat dipasarkan pada tingkat risiko pasar tertentu untuk sekuritas yang dapat dipasarkan. Tingkat risiko ditentukan oleh beta sekuritas terhadap pasar. Karena SML adalah representasi grafis dari CAPM, asumsi CAPM juga berlaku untuk SML. Paling umum, CAPM adalah model satu faktor yang hanya didasarkan pada tingkat risiko sistematis yang dihadapi keamanan.

- 
- 76 Lihat, Christopher Paul Saari. 1977. "The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry". Stanford Law Review Vol. 29, No. 5 (May, 1977), p. 1031-1076; Stephen F. LeRoy. 1989. "Efficient Capital Markets and Martingales". Journal of Economic Literature Vol. 27, No. 4 (Dec, 1989), p. 1583-1621.
- 77 Lihat Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". The Journal of Finance, 25(2), 383-417.
- 78 Lihat penjelasan pada halaman 22-26, James Ma Weiming. 2015. *Mastering Python for Finance*. Packt Publishing Ltd.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Setelah mengetahui abnormal *return*, maka mudah dipahami untuk menghitung rata-rata abnormal *return*.

$$\overline{AR_t} = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{it}}{K}$$

$\overline{AR_t}$  = Rata-rata abnormal *return* pada hari  $t$

$K$  = Jumlah sekuritas yang terpengaruh oleh pengumuman peristiwa

Masalah seberapa efisien harga pasar keuangan aset yang diperdagangkan di pasar itu disebut sebagai efisiensi pasar. Pasar yang efisien didefinisikan sebagai pasar keuangan ketika harga aset dengan cepat mencerminkan semua informasi yang tersedia. Artinya, semua informasi yang tersedia sudah diambil dalam harga aset, sehingga investor harus mengharapkan untuk mendapatkan *return* yang diperlukan untuk mengompensasi mereka atas biaya peluang, inflasi yang diantisipasi, dan risiko. Itu tampaknya mengalahkan abnormal *return*. Namun, menurut Fama (1970), ada tiga tingkat efisiensi sebagai berikut.

1. Bentuk lemah (*weak form efficient*). Dalam bentuk efisiensi pasar yang lemah, harga aset saat ini mencerminkan semua harga dan pergerakan harga masa lalu. Dengan kata lain, semua informasi berharga tentang harga saham sebelumnya telah digunakan untuk menentukan harga hari ini. Investor tidak dapat menggunakan informasi yang sama untuk memprediksi harga besok dan masih memperoleh keuntungan abnormal. Kita tidak bisa mengungguli (mengalahkan) pasar dengan menggunakan informasi harga saham masa lalu.
2. Bentuk setengah kuat (*semi-strong form efficient*). Dalam bentuk efisiensi pasar setengah kuat, harga aset saat ini mencerminkan semua informasi yang tersedia untuk umum. Implikasinya adalah jika investor menggunakan strategi investasi berdasarkan penggunaan informasi yang tersedia untuk umum, mereka tidak dapat memperoleh keuntungan abnormal. Ini tidak berarti bahwa harga berubah secara instan untuk mencerminkan informasi



keuangan mempekerjakan analis superior dan inferior dan keuntungan dari rekomendasi oleh beberapa analis superior diimbangi oleh biaya dan hasil yang buruk berasal dari rekomendasi dari analis yang lebih rendah.

Hal ini menimbulkan pertanyaan, haruskah portofolio dikelola secara aktif atau pasif? Inti dari diskusi berikut adalah bahwa keputusan tentang bagaimana seseorang mengelola portofolio (secara aktif atau pasif) harus bergantung pada apakah manajer memiliki akses ke analis yang unggul. Manajer portofolio dengan analis superior atau investor yang percaya bahwa dia memiliki waktu dan keahlian untuk menjadi investor superior dapat mengelola portofolio secara aktif dengan mencoba mengatur waktu tren pasar utama atau mencari sekuritas yang dinilai rendah dan melakukan perdagangan yang sesuai. Sebaliknya, tanpa akses ke analis superior atau waktu dan kemampuan untuk menjadi investor superior, harus mengelola secara pasif dan berasumsi bahwa semua sekuritas diberi harga yang tepat berdasarkan tingkat risikonya.

4. Manajemen inventaris termasuk memproduksi dan mengelola inventaris yang cukup untuk memenuhi permintaan, tetapi dengan persediaan berlebih sesedikit mungkin.

Strategi yang berbeda dapat digunakan untuk mencapai tujuan efisiensi operasional dan dapat berbeda dari satu perusahaan ke perusahaan lain. Ketika diminta untuk meningkatkan efisiensi operasional, perusahaan biasanya akan mengubah *input* dan *output*, seperti memberikan lebih sedikit *input* untuk *output* yang sama, memberikan lebih banyak *output* untuk *input* yang sama, ataupun mengubah jumlah *input* atau meningkatkan *input* dan *output*. Organisasi juga harus fokus pada hal-hal sebagai berikut.

1. Memantau performa dengan menyiapkan *dasbor* atau rapat internal.
2. Mengidentifikasi dan meminimalkan limbah, seperti membersihkan kemacetan.
3. Membuat tolok ukur yang dapat memberi organisasi gambaran tentang posisi mereka versus pesaing.
4. Mengukur efisiensi operasional melibatkan melacak *input* dan *output* perusahaan sebagai indikator kinerja. Biasanya, indikator kinerja ini berhubungan dengan efisiensi, kualitas, atau nilai. Contohnya termasuk akurasi otomatisasi, indeks kualitas, dan kepuasan pelanggan. Indikator-indikator ini harus dikumpulkan dan dikumpulkan ke dalam laporan operasional dan efisiensi yang menunjukkan seberapa efektif perusahaan berjalan dan bagaimana ia menangani volume. Setiap laporan juga harus menunjukkan metrik seperti waktu penyelesaian rata-rata yang dapat digunakan untuk mengidentifikasi hambatan kinerja apa pun.

#### D. ALLOCATIVE EFFICIENCY

*Allocative efficiency*, juga dikenal sebagai efisiensi alokasi, adalah karakteristik pasar yang efisien ketika modal dialokasikan dengan cara yang paling menguntungkan pihak-pihak yang terlibat. Efisiensi alokasi (*allocative efficiency*) adalah konsep yang digunakan dalam ekonomi mikro ketika barang dan jasa didistribusikan dalam perekonomian dengan cara yang optimal dan bermanfaat bagi semua pihak (konsumen dan produsen). Konsep tersebut merupakan ciri dari pasar yang efisien dan titik efisiensi



informasi publik. Mengingat hasil yang beragam ini mengenai keberadaan pasar modal yang efisien, penting untuk mempertimbangkan implikasi dari bukti efisiensi pasar yang kontras ini.

1. Asumsi analisis teknikal secara langsung menentang gagasan pasar yang efisien.<sup>81</sup> Premis dasar analisis teknikal adalah bahwa harga saham bergerak dalam tren yang bertahan. Analisis teknikal percaya bahwa ketika informasi baru datang ke pasar itu tidak segera tersedia untuk semua orang, tetapi biasanya disebarluaskan dari profesional yang terinformasi ke publik investasi yang agresif dan kemudian ke sebagian besar investor. Analisis teknikal juga berpendapat bahwa investor tidak menganalisis informasi dan bertindak segera. Proses ini membutuhkan waktu. Oleh karena itu, mereka berhipotesis bahwa harga saham bergerak ke ekuilibrium baru setelah rilis informasi baru secara bertahap, yang menyebabkan tren pergerakan harga saham yang bertahan. Analisis teknikal percaya bahwa pedagang yang gesit dapat mengembangkan sistem untuk mendeteksi awal pergerakan menuju keseimbangan baru (*breakout*). Oleh karena itu, mereka berharap untuk membeli atau menjual saham segera setelah *breakout* untuk mengambil keuntungan dari penyesuaian harga bertahap berikutnya.

Keyakinan pada pola penyesuaian harga ini secara langsung bertentangan dengan pendukung EMH yang percaya bahwa harga sekuritas menyesuaikan dengan informasi baru dengan sangat cepat. Namun, para pendukung EMH ini tidak berpendapat bahwa harga menyesuaikan dengan sempurna, yang menyiratkan kemungkinan penyesuaian yang berlebihan atau penyesuaian yang kurang, karena tidak pasti apakah pasar akan *over* (*under adjust* setiap saat) tidak dapat memperoleh keuntungan abnormal dari kesalahan penyesuaian.

Jika pasar modal efisien bentuk lemah seperti yang ditunjukkan oleh sebagian besar hasil, harga sepenuhnya mencerminkan semua informasi pasar yang relevan sehingga sistem perdagangan teknis yang hanya bergantung pada data perdagangan masa lalu tidak dapat memiliki nilai apa pun. Pada saat informasi tersebut dipublikasikan, penyesuaian harga telah terjadi. Oleh karena itu, pembelian atau penjualan yang

81 Kritik dengan argumentasi menarik bisa dilihat di Burton G. Malkiel. 2003. "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics". Princeton University. CEPS Working Paper No. 91.

- menggunakan aturan perdagangan teknis tidak boleh menghasilkan abnormal *return* setelah memperhitungkan risiko dan biaya transaksi.
2. Analisis fundamental percaya bahwa ada nilai intrinsik dasar untuk pasar saham agregat, berbagai industri, atau sekuritas individu dan bahwa nilai-nilai ini bergantung pada faktor ekonomi yang mendasarinya.<sup>82</sup> Oleh karena itu, investor harus menentukan nilai intrinsik dari suatu aset investasi pada suatu titik waktu dengan memeriksa variabel-variabel yang menentukan nilai seperti pendapatan atau arus kas saat ini dan masa depan, suku bunga, dan variabel risiko. Jika harga pasar yang berlaku berbeda dari perkiraan nilai intrinsik cukup untuk menutupi biaya transaksi, harus mengambil tindakan yang tepat – beli jika harga pasar jauh di bawah nilai intrinsik dan jual jika di atas.<sup>83</sup>
- Investor yang terlibat dalam analisis fundamental percaya bahwa terkadang harga pasar dan nilai intrinsik berbeda, tetapi pada akhirnya investor mengenali perbedaan tersebut dan memperbaikinya. Jika dapat melakukan pekerjaan yang unggul dalam memperkirakan nilai intrinsik, dapat secara konsisten membuat keputusan *market timing* (alokasi aset) yang superior atau memperoleh sekuritas yang dinilai terlalu rendah dan menghasilkan return di atas rata-rata. Analisis fundamental melibatkan analisis pasar agregat, analisis industri, analisis perusahaan, dan manajemen portofolio. Hasil yang berbeda dari penelitian EMH memiliki implikasi penting untuk semua komponen ini.
3. Penelitian telah menunjukkan bahwa mayoritas manajer keuangan profesional tidak dapat mengalahkan kebijakan beli dan tahan berdasarkan risiko yang disesuaikan.<sup>84</sup> Satu penjelasan untuk kinerja yang umumnya lebih rendah ini adalah bahwa tidak ada analisis yang unggul dan biaya penelitian serta perdagangan memaksa hasil analisis yang memadai ke dalam kategori yang lebih rendah. Perusahaan manajemen

<sup>82</sup> Penjelasan ini bisa dilihat juga di halaman 180, Frank K. Reilly, Keith C. Brown, Brindha Gunasingham, Asjeet Lamba, Frank Elston. 2019. *Investment Analysis & Portfolio Management*. Cengage AU.

<sup>83</sup> Dengan gaya dan pilihan kalimat yang komunikatif bisa dilihat pada Lesson 25, Manoj Arora. 2021. *The Autobiography of a Stock, Second Edition: A Common Man's Guide to Stock Investing*. Jaico Publishing House.

<sup>84</sup> Sekali lagi perhatikan catatan Burton G. Malkiel. 2003. "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. Princeton University". CEPS Working Paper No. 91.



Agar menjadi efisien secara alokasi, pasar harus efisien secara keseluruhan.<sup>79</sup> Pasar yang efisien adalah pasar ketika semua data terkait mengenai pasar dan aktivitasnya tersedia untuk semua pelaku pasar dan selalu tercermin dalam harga pasar. Agar pasar menjadi efisien, pasar harus efisien secara informasi dan efisien secara transaksional atau operasional. Ketika pasar efisien secara informasi, semua informasi yang diperlukan dan relevan tentang pasar sudah tersedia untuk semua pihak yang terlibat di pasar. Dengan kata lain, tidak ada pihak yang memiliki keunggulan informasional atas pihak lain. Sementara itu, semua biaya transaksi adalah beralasan dan wajar jika pasar efisien secara transaksi. Ini memastikan bahwa semua transaksi sama-sama dapat dieksekusi oleh semua pihak dan tidak terlalu mahal bagi siapa pun. Jika kondisi keadilan ini dan pasar efisien terpenuhi, arus modal akan mengarahkan diri mereka ke tempat yang paling efektif serta memberikan skenario risiko/imbalan yang optimal bagi investor.

#### E. IMPLIKASI KONSEP PASAR EFISIEN

Implikasi untuk efisiensi pasar bagi emiten adalah jika pasar keuangan ketika mereka menerbitkan sekuritas semi-kuat efisien, emiten harus mengharapkan investor untuk membayar harga untuk saham yang mencerminkan nilainya.<sup>80</sup> Ini juga berarti bahwa jika informasi baru tentang emiten diungkapkan kepada publik (misalnya, tentang produk baru), harga sekuritas harus berubah untuk mencerminkan informasi baru tersebut. Setelah meninjau hasil berbagai penelitian yang terkait dengan berbagai aspek EMH, pertanyaan pentingnya adalah apa artinya ini bagi investor individu, analis keuangan, manajer portofolio, dan institusi? Secara keseluruhan, hasil banyak penelitian menunjukkan bahwa pasar modal efisien karena terkait dengan berbagai set informasi. Pada saat yang sama, penelitian telah menemukan sejumlah besar contoh ketika pasar gagal menyesuaikan harga secara cepat dengan

<sup>79</sup> Artikel yang ringkas tetapi menarik dalam perspektif bank bisa dilihat di Gregory H. Bauer. 2012. "A Taxonomy of Market Efficiency". Bank of Canada. Financial System Review.

<sup>80</sup> Christopher Paul Saari. 1977. "The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry". Stanford Law Review Vol. 29, No. 5 (May, 1977), p. 1031-1076.



untuk meningkatkan efisiensi operasional pasar keuangan adalah dengan memberikan diskon massal atau komisi gratis kepada para pedagang. Efisiensi operasi pasar investasi biasanya berpusat di sekitar biaya transaksi terkait investasi. Efisiensi operasi pasar investasi dapat dibandingkan dengan praktik bisnis umum untuk efisiensi operasi produksi.

Efisiensi operasional dan pasar yang efisien secara operasional dapat membantu meningkatkan efektivitas portofolio investasi secara keseluruhan. Efisiensi operasional yang lebih besar di pasar investasi berarti bahwa modal dapat dialokasikan tanpa biaya gesekan yang tinggi, yang mengurangi profil risiko atau imbalan portofolio. Kinerja operasi yang luas juga menganalisis dana investasi. Salah satu metrik untuk menilai efisiensi operasional adalah rasio biaya suatu perusahaan. Sejumlah faktor memengaruhi biaya transaksi rasio pengeluaran dana, biaya manajemen, dan biaya administrasi.

Secara komparatif, umumnya dianggap bahwa dana dengan rasio pengeluaran yang lebih rendah akan lebih efisien secara operasional. Sebab jumlah saham yang ditransaksikan per transaksi yang lebih tinggi, dana dengan aset yang dikelola lebih tinggi akan mencapai efisiensi operasional yang lebih besar. Dengan replikasi indeks, dana pasif menawarkan eksposur pasar yang ditargetkan. Dana besar memiliki keuntungan menjual skala ekonomi. Melalui dana pasif, biaya transaksi yang lebih rendah juga dikeluarkan setelah kepemilikan indeks.

Efisiensi operasional diperoleh melalui perusahaan dengan merampingkan operasi dasarnya secara hemat biaya sambil menghilangkan proses dan pemborosan yang berlebihan. Umumnya, hal ini dilakukan dengan berfokus pada pemanfaatan sumber daya, produksi, manajemen persediaan, dan distribusi. Strategi untuk melakukan efisiensi operasional dapat dilakukan dengan cara-cara sebagai berikut.

1. Pemanfaatan sumber daya difokuskan pada meminimalkan limbah di area produksi dan operasi.
2. Produksi berfokus pada membuat lingkungan produksi terorganisir semaksimal mungkin. Ini termasuk memastikan bahwa karyawan dan peralatan bekerja seefisien mungkin untuk meningkatkan produksi.
3. Distribusi berfokus pada memastikan penanganan produk akhir yang efisien, termasuk perutean dan pengiriman.

## Bab 4

# EFISIENSI PASAR

### A. KONSEP PASAR EFISIEN

Pasar modal yang efisien adalah pasar ketika harga sekuritas menyesuaikan dengan cepat terhadap kedatangan informasi baru. Oleh karena itu, harga sekuritas saat ini mencerminkan semua informasi tentang sekuritas tersebut. Beberapa penelitian akademis yang paling menarik dan penting selama 20 tahun terakhir telah menganalisis apakah pasar modal di Indonesia efisien.<sup>72</sup>

Penelitian ekstensif ini penting karena hasilnya memiliki implikasi dunia nyata yang signifikan bagi investor dan manajer portofolio. Selain itu, terdapat pertanyaan apakah pasar modal efisien adalah salah satu bidang yang paling kontroversial dalam penelitian investasi. Baru-baru ini, dimensi baru telah ditambahkan ke kontroversi karena penelitian yang berkembang pesat dalam keuangan perilaku yang juga memiliki implikasi besar mengenai konsep pasar modal yang efisien.<sup>73</sup>

Investor tidak menyukai risiko dan mereka harus diberi kompensasi untuk mengambil risiko, semakin besar risikonya maka semakin besar kompensasinya.<sup>74</sup> Pertanyaan penting tentang pasar keuangan yang berimplikasi pada berbagai strategi yang dapat ditempuh investor adalah dapatkah investor memperoleh *return* aset keuangan di luar yang diperlukan

72 Lihat Fama, Eugene F. 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417; Fama, Eugene F. 1991. "Efficient Capital Markets: II". *The Journal Of Finance*. Vol. XLVI, No. 5, 1575–1617; Mateusz Malinowski. 2013. "Capital Market Efficiency: An event Study on the Incorporation of Football Transfers". Dissertation, University of Kristianstad.

73 Secara eksplisit bisa dilihat di Robert J. Shiller. 2003. "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance". *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 1 Winter 2003. Pages 83–104.

74 Lihat Michael T. Carpenter. 2009. *The Risk-Wise Investor: How to Better Understand and Manage Risk*. John Wiley & Sons.

Untuk dapat menghitung *actual return* menggunakan rumus di bawah ini.

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

- $R_{i,t}$  = *Actual return* atas saham  $i$  yang terjadi pada hari ke  $t$   
 $P_{i,t-1}$  = Harga saham  $i$  pada waktu  $t-1$   
 $P_{i,t}$  = Harga saham  $i$  pada waktu  $t$

Berdasarkan rumus ini *actual return* merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. *Expected return* dapat dihitung dengan beberapa model sebagai berikut.

1. *Mean-adjusted model*. *Expected return* nilainya konstan dan sama dengan rata-rata *actual return* sebelumnya selama periode estimasi (*estimated period*).
2. *Market model*. *Expected return* didapat dengan rumus di bawah ini.

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i RM_t + \varepsilon_{it}$$

- $E(R_{i,t})$  = *Expected return* untuk saham  $i$  pada hari ke  $t$   
 $\alpha_i$  = *Intercept* untuk sekuritas  $i$   
 $\beta_i$  = Koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas  $i$   
 $RM_t$  = *Return pasar* pada waktu  $t$   
 $\varepsilon_{it}$  = Kesalahan residu sekuritas  $i$  pada periode estimasi  $t$

*Return pasar* dapat dihitung dengan rumus di bawah ini.

$$RM_t = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}}$$

- $IHSG_t$  = Nilai IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) pada saat  $t$   
 $IHSG_{t-1}$  = Nilai IHSG pada saat  $t-1$

3. *Market-adjusted model*. Pada *market-adjusted model*, *return* yang diamati dari pasar referensi pada hari  $t$   $R_{mt}$  dikurangkan dari *return*  $R_{it}$  dari pengamatan  $i$  pada hari  $t$ . Didapatkan rumus sebagai berikut.



Semakin besar tingkat risiko sistematis, maka semakin besar *return* yang diharapkan untuk sekuritas. Lebih banyak risiko sama dengan lebih banyak imbalan. Ini adalah hubungan linier dan menjelaskan mengapa garis pasar sekuritas adalah garis lurus. Namun, asumsi yang sangat luas perlu dibuat agar model satu faktor dapat ditegakkan. Di bawah ini adalah beberapa asumsi SML.

1. Semua pelaku pasar adalah pengambil harga dan tidak dapat memengaruhi harga sekuritas.
2. Horizon investasi untuk semua investor adalah sama.
3. Tidak ada penjualan singkat.
4. Tidak ada pajak atau biaya transaksi.
5. Hanya ada satu aset bebas risiko.
6. Ada beberapa aset berisiko.
7. Semua pelaku pasar rasional.

SML terdiri dari tingkat bebas risiko, beta aset yang terkait dengan pasar, dan premi risiko pasar yang diharapkan. Komponen akan menghasilkan *return* yang diharapkan dari suatu aset. Selain itu, rumus SML dapat digunakan untuk menghitung premi risiko aset. Di bawah ini adalah rumus untuk menghitung garis pasar sekuritas.

$$SML = \text{Tingkat Bebas Risiko} + (\beta(\text{Return Pasar Harapan} - \text{Tingkat Bebas Risiko}))$$

### C. EFISIENSI PASAR SECARA OPERASIONAL (*INTERNAL EFFICIENCY*)

Efisiensi operasional terutama merupakan ukuran efisiensi laba yang diperoleh sebagai fungsi dari biaya operasional. Semakin besar efisiensi operasi, maka semakin menguntungkan bagi perusahaan atau investasi. Ini karena entitas dapat menghasilkan pendapatan atau *return* yang lebih tinggi dengan biaya yang sama atau lebih rendah dibandingkan dengan alternatif. Efisiensi operasional terjadi di pasar keuangan ketika biaya operasional dan biaya transaksi diturunkan. Kinerja operasional adalah perhitungan biaya yang dikeluarkan selama kegiatan ekonomi atau keuangan tertentu, sehingga semakin rendah biayanya maka semakin besar efisiensinya. Salah satu cara