

**PERGESERAN STRATEGI PENGEMBANGAN BURSA EFEK  
JAKARTA (BEJ) : PERTUMBUHAN LIBERAL MENUJU  
PERTUMBUHAN YANG BERKEADILAN**



**PIDATO PENGUKUHAN**

**Diucapkan pada Upacara Peresmian Penerimaan Jabatan  
Guru Besar dalam Ilmu Manajemen pada Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro**

**Semarang, 15 Desember 2005**

**OLEH :**

**SUGENG WAHYUDI**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2005**

**PERGESERAN STRATEGI PENGEMBANGAN BURSA  
EFEK JAKARTA (BEJ) : PERTUMBUHAN LIBERAL  
MENUJU PERTUMBUHAN YANG BERKEADILAN**

**Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM.**

PIDATO PENGUKUHAN

Diucapkan pada Upacara Peresmian Penerimaan  
Jabatan Guru Besar dalam ilmu Manajemen  
Pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro  
Semarang, 15 Desember 2004

Diterbitkan Oleh  
Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang  
**ISBN: 979.704.276.6**

*Dan hamba-hamba Tuhan Yang Maha Penyayang itu ialah orang-orang yang berjalan di atas muka bumi dengan rendah hati dan apabila orang-orang jahil menyapa mereka, mereka mengucapkan kata-kata yang baik,*

*(Surat Al Furqon ayat 63 )*

*Dan orang-orang yang membelanjakan harta, mereka tidak berlebihan, dan tidak pula kikir, dan adalah pembelanjaan itu di tengah-tengah yang demikian.*

*(Surat Alfurqon ayat 67).*

*Allah Yang telah menciptakan tujuh langit berlapis-lapis, kamu sekali-kali tidak melihat pada ciptaan Tuhan Yang Maha Pemurah sesuatu yang tidak seimbang, maka lihatlah berulang-ulang, adakah kamu lihat sesuatu yang tidak seimbang ?*

*(Surat Al Mulk ayat 4 )*

*Sesungguhnya segala amal itu ditinjau dari niatnya dan setiap orang akan diganjar sesuai dengan apa yang dia niatkan.*

*(Al- Hadis )*

*BismillLaahi al-rakhmaani al-rakhiimi*

Yang saya hormati :

Bapak Menteri Pendidikan Nasional Republik Indonesia atau yang mewakili

Bapak Gubernur dan Muspida Tingkat I Jawa Tengah atau yang mewakili

Bapak Rektor / Ketua Senat Universitas Diponegoro

Sekretaris Senat Universitas Diponegoro

Seluruh Anggota Dewan Penyantun Universitas Diponegoro

Para Anggota Senat dan Dewan Guru Besar Universitas Diponegoro

Bapak Gubernur dan Muspida Tingkat I Jawa Tengah atau yang mewakili

Para Guru Besar dari Luar Lingkungan Universitas Diponegoro

Para Pembantu Rektor Universitas Diponegoro

Para Dekan dan Direktur dan Ketua Lembaga di Lingkungan Universitas Diponegoro

Para Dosen di Lingkungan Universitas Diponegoro

Para tamu undangan, teman sejawat, handai tolan dan hadirin semuanya :

*Assalamu'alaikum wa rakhmtullaahi wa barakatuhu*

*Selamat pagi dan salam sejahtera*

Pertama-tama marilah kita panjatkan syukur Alhamdulillah ke hadirat Allah SWT, karena limpahan karunia dan rahmat-Nya sehingga kita bisa berkumpul di ruangan yang penuh berkah ini, untuk mengikuti Sidang Senat Terbuka Universitas Diponegoro.

Terima kasih yang sebesar-besarnya saya sampaikan kepada Bapak Rektor / Ketua Senat Universitas Diponegoro, yang telah memberikan kesempatan dan kehormatan kepada saya untuk menyampaikan pidato pengukuhan saya sebagai Guru Besar Ilmu Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.

Hadirin yang saya hormati; perkenankanlah saya menyampaikan pidato pengukuhan saya yang berjudul :

***PERGESERAN STRATEGI PENGEMBANGAN BURSA EFEK  
JAKARTA (BEJ) : PERTUMBUHAN LIBERAL MENUJU  
PERTUMBUHAN YANG BERKEADILAN***

Peletakan dasar falsafah Ekonomi telah diawali oleh Aristoteles dengan membedakan antara istilah *oikonomies* (peraturan rumah tangga) dan *crematisi* (peraturan tukar menukar hasil rumah tangga). Pemikiran tentang falsafah dasar ekonomi tersebut kemudian dikembangkan sebagai dasar pemikiran bagi pemikir ekonomi yang lain pada periode berikutnya..

Pada abad ketujuh belas telah muncul seorang tokoh pemikir ekonomi yang mengemukakan konsep tentang upaya memakmurkan suatu bangsa. Adam Smith (1796) mengemukakan bahwa upaya memakmurkan suatu bangsa dapat dilakukan dengan cara

meningkatkan nilai. Lebih lanjut dia mengemukakan bahwa cara yang paling baik untuk mewujudkan kemakmuran suatu bangsa yaitu dengan adanya kebebasan dalam hal “*perfect freedom of industry and commerce*”.

Perkembangan berikutnya terjadi pada abad kedelapan belas, konsep tersebut dikembangkan oleh tokoh berikutnya Ricardo (1817) yang merumuskan pengelompokan nilai menjadi dua kelompok yaitu : (1) nilai penggunaan (*value in use*) dan (2) nilai tukar (*value in exchange*). Peningkatan nilai tidak hanya terbatas pada peningkatan nilai sumber daya produksi tetapi juga peningkatan nilai atau keunggulan dalam pertukaran.

Berkaitan dengan nilai penggunaan dan nilai tukar, falsafah Jawa telah mengungkapkan hubungan diantara kedua nilai tersebut dengan ungkapan falsafah Jawa “ana rego ana rupo”, artinya harga suatu barang merefleksikan aspek kualitas barang tersebut. Pendekatan konsep Syariah juga mengemukakan tolok ukur pasar modal yang Islami. Laporan satgas dari organisasi internasional komisi sekuritas (IOSCO, 2004) mengemukakan ada empat unsur yang dilarang pada konsep syariah yaitu riba, penipuan, judi dan perdagangan barang-barang larangan. Jika tidak terjadi penipuan harga, maka harga jual saham di bursa akan relatif sama dengan nilai fundamental dari saham tersebut. Sejalan dengan hal tersebut dilihat dari aspek agama Tuhan YME telah mengajarkan bahwa kualitas manusia itu sepadan dengan amal dan perbuatan yang dilakukannya. Jika nilai amal dan

perbuatannya baik maka kualitas dirinya oleh Tuhan YME akan dinilai baik.

Pertanyaan yang relevan antara konsep nilai dengan keadaan masa kini adalah sudahkah kinerja pada bidang-bidang usaha untuk upaya peningkatan nilai bagi kemakmuran bangsa tersebut hasilnya sudah dapat terdistribusi secara adil kepada masyarakat?

Seperti diketahui bahwa suatu investasi pada bidang usaha dapat dikelompokkan sebagai investasi pada *real asset* atau sektor riil dan investasi pada *financial asset* atau sektor finansial. Investasi pada pasar modal termasuk bentuk investasi pada *financial asset*. Bagi produk pasar modal besarnya *value in use* dicerminkan oleh nilai fundamental dari produk tersebut. Sedangkan besarnya *value in exchange* diukur dengan besarnya nilai pasar atau nilai jual dari produk tersebut di bursa efek.

Berkaitan dengan hal tersebut perlu dikaji lebih lanjut faktor apa yang menjauhkan atau membedakan antara nilai fundamental dengan nilai jualnya. Pemahaman tentang perbedaan di antara kedua nilai tersebut dapat dilihat dari mulai proses kelahiran pertama kali saham tersebut di pasar perdana dan kemudian perkembangannya pada waktu ditransaksikan di pasar sekunder. Pertumbuhan yang berkeadilan adalah pertumbuhan yang berkeeseimbangan. Indikasi pertumbuhan yang tidak berkeadilan terlihat dengan adanya pertumbuhan kinerja yang tinggi, tetapi terjadi ketidakseimbangan : (1) keuntungan jangka pendek dan jangka panjang, (2) ketidak-seimbangan distribusi keuntungan antar lapisan investor, (3) ketidakseimbangan antara

permintaan dan penawaran saham pada penawaran umum perdana dan, (4) ketidakseimbangan kontinuitas (Peristiwa Delisting) di Pasar Sekunder.

Untuk menuju tercapainya keseimbangan di antara faktor-faktor tersebut, diperlukan strategi pemberdayaan pada berbagai *stakeholder* yang terkait dengan pengembangan Bursa Efek Jakarta khususnya: (1) pemberdayaan emiten (perusahaan), (2) investor, (3) sistem pendukung & regulasi dan, (4) pemberdayaan information sharing.

Hadirin yang saya hormati

Perkembangan pasar modal di Indonesia

Pasar modal berperan sebagai suatu media yang menjembatani kepentingan perusahaan dan kepentingan investor. Dari sisi perusahaan, pasar modal berperan sebagai media untuk mencari alternatif sumber dana. Keberadaan pasar modal memberikan alternatif pendanaan selain sistem perbankan dalam memobilisasi dana masyarakat. Melalui pasar modal, perusahaan dapat menerbitkan surat berharga yang berupa : surat tanda hutang (obligasi) atau surat tanda kepemilikan (saham) .

Dilihat dari kepentingan masyarakat, pengembangan pasar modal menurut Congsheng Wu (2005) bertujuan untuk meningkatkan tabungan masyarakat dan komposisinya serta meningkatkan efisiensi, integrasi dan harmonisasi pada penggunaan modal. Seperti diketahui bahwa setiap perusahaan ataupun lembaga yang sudah mendeklarasikan Go Publik berarti menjadi milik masyarakat yang



diwakili oleh para pemegang saham. Hal tersebut membawa konsekuensi bahwa perusahaan senantiasa dituntut memberikan kinerja yang bernilai tidak hanya bagi lembaganya itu sendiri melainkan lebih pada kontribusinya terhadap pemegang saham.

Hadirin yang terhormat

Perkembangan kinerja Bursa Efek Jakarta

Bursa Efek berperan menyelenggarakan dan menyediakan sarana sebagai media pertemuan penjual dan pembeli produk dari pasar modal berupa surat berharga. Secara umum kinerja bursa efek Jakarta terutama tahun 2004 yang diukur dengan perkembangan indeks harga saham gabungan (IHSG) relatif pesat dengan menghasilkan keuntungan pasar (*market return*) yang relatif tinggi jauh dari keuntungan pasar pada bursa yang lain. Pada tahun 2004 keuntungan pasar di bursa efek Jakarta hampir mencapai 42 % yang relatif merupakan angka keuntungan tertinggi dibandingkan dengan bursa efek lainnya di tingkat global seperti bursa STI di Singapura (12,7%), Hang Seng di Hongkong (8,9%), Nikei di Jepang (6,1%) dan Dow Jones di Amerika (4%). Perkembangan tersebut secara terperinci terluhat pada tabel 1.

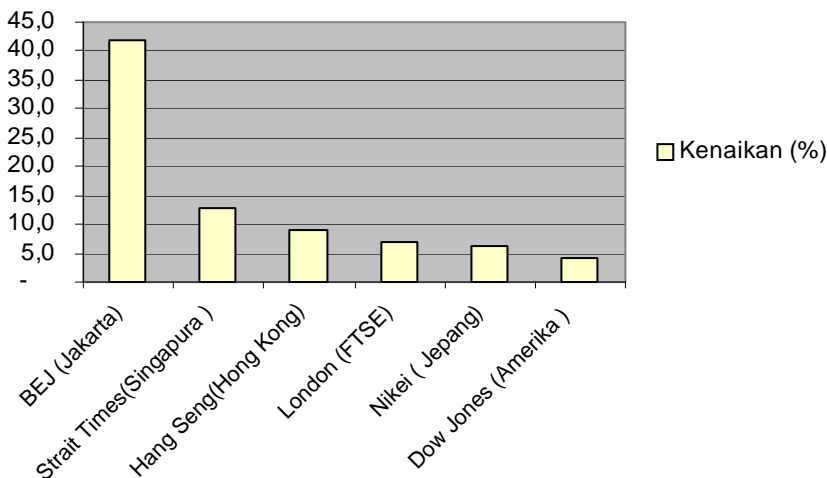
Tabel 1. Perkembangan Indeks Bursa Global dan Bursa Efek Jakarta  
 Periode awal tahun dan akhir tahun 2004

No	Bursa	Awal Tahun	Akhir Tahun	Kenaikan (%)
1	Dow Jones (Amerika )	10.410	10.829	4,0
2	Hang Seng(Hong Kong)	13.005	14.163	8,9
3	Strait Times(Singapura )	1.829	2.061	12,7
4	Nikei ( Jepang)	10.825	11.488	6,1
5	London (FTSE)	4.510	4.818	6,8
6	BEJ (Jakarta)	704	1.000	42,0

Sumber : [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), diolah

Urutan persentase kenaikan diantara berbagai bursa dan bursa efek Jakarta terlihat secara nyata pada bagan 1.

**Bagan 1. Perkembangan Indeks Bursa Global dan Bursa Efek Jakarta Periode awal dan akhir tahun 2004**



Investor yang melakukan transaksi perdagangan di BEJ terdiri dari investor domestik maupun investor asing yang berasal dari berbagai mancanegara. Dalam hal aliran modal dan transaksi perdagangan, pasar modal di Indonesia dapat dikategorikan menganut sistem perdagangan secara liberal. Terdapat kebebasan dalam hal aliran modal masuk dan aliran modal keluar. Demikian pula dalam transaksi perdagangan, semua lapisan investor baik investor domestik maupun investor asing, bebas bertransaksi pada semua jenis saham yang diperdagangkan.

## Liberalisasi transaksi perdagangan saham

Kebijakan dalam hal kebebasan transaksi perdagangan seperti kebijakan memakan buah simalakama. Liberalisasi menurut Christopher (2000) cenderung memaksimalkan efisiensi dalam penggunaan kapital. Liberalisasi, hasil penelitian Yogendra Timilsina (2001) meningkatkan pertumbuhan yang berkelanjutan pada bursa efek. Penelitian Peter Blair Henry (2000) pada sebelas negara yang termasuk sebagai *emerging market* mengungkapkan bahwa liberalisasi perdagangan saham yang dilakukan dengan cara membuka diri terhadap kehadiran investor asing ternyata meningkatkan pertumbuhan investasi, meningkatkan likuiditas perdagangan saham dan selanjutnya meningkatkan pertumbuhan indeks harga saham gabungan di bursa efek.

Sebaliknya hasil penelitian Akiko Kamesaka *et al.* (2004) mengungkapkan bahwa adanya *capital inflow* secara berlebihan oleh investor asing ternyata cenderung menciptakan ketidakstabilan. Investor asing pada umumnya menikmati keuntungan secara optimal baik sebelum krisis maupun sesudah krisis. Sedangkan investor domestik pada umumnya menikmati keuntungan yang tidak optimal baik sebelum krisis maupun sesudah krisis.

Pada Bursa Eek Jakarta, liberalisasi transaksi perdagangan saham telah meningkatkan gairah perdagangan tetapi sekaligus meningkatkan risiko yang ditandai dengan semakin fluktuatifnya *return* atau tingkat kembalian dalam perdagangan saham. Proporsi transaksi dari investor asing semakin lama semakin meningkat dari 8% pada tahun 2002 menjadi 41% tahun 2004. Seiring dengan meningkatnya

proporsi investor asing dalam perdagangan maka nilai transaksi meningkat dari rata-rata per hari 492 miliar rupiah tahun 2002 menjadi rata-rata 1,7 triliun rupiah pada tahun 2004. Dampaknya, kinerja BEJ yang diukur dengan indeks harga saham gabungan tumbuh dengan pesat dari posisi 425 tahun 2002 menjadi posisi 1.000 di tahun 2004.

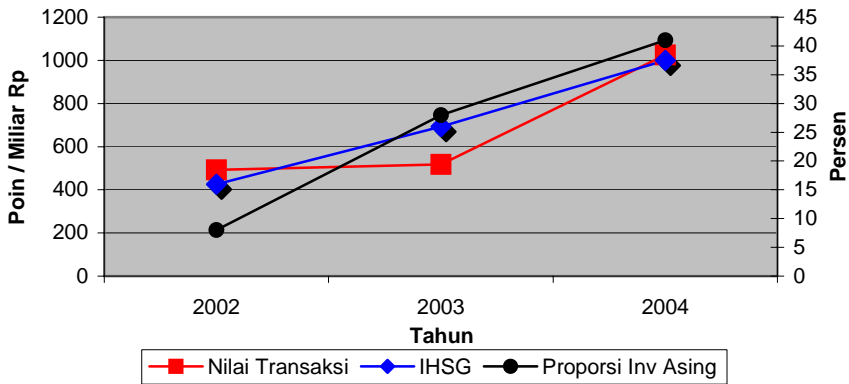
Tabel 2. Perkembangan Komposisi investor, Volume dan Nilai transaksi serta IHSG

No.	Uraian	Tahun 2002	Tahun 2003	Tahun 2004
1	Transaksi Investor Asing	8 %	28,1 %	41 %
2	Transaksi Investor Domestik	92 %	71,9%	59 %
3	Volume transaksi harian	698,8	967,1	1.708,6
4	Nilai transaksi ( Miliar Rp)	492,9	518,3	1.024,9
5	IHSG (Akhir Tahun )	424,9	691,9	1.000,2

Sumber: [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id)

Hubungan antara proporsi transaksi perdagangan investor asing, rata-rata nilai transaksi perdagangan harian dan IHSG berkembang searah. Semakin tinggi proporsi transaksi perdagangan investor asing, maka semakin tinggi nilai perdagangan dan juga semakin tinggi IHSG seperti terlihat pada grafik 1.

**Grafik I. Proporsi Transaksi Inv Asing, Nilai Transaksi dan IHSG**



Kebebasan dalam perdagangan telah meningkatkan pertumbuhan pasar melalui transaksi perdagangan yang tinggi, namun demikian kebebasan tersebut cenderung membatasi keadilan. Hal ini tidak sesuai dengan kondisi semangat kebebasan natural dalam produksi dan perdagangan seperti yang sudah disemangatkan oleh tokoh pemikir seperti Adam Smith.

Dalam kondisi liberalisasi perdagangan dapat diperkirakan kategori investor yang mendapatkan distribusi keuntungan terbesar. Kategori investor yang manakah mendapat bagian banyak, apakah investor besar atau investor kecil, investor institusional ataukah investor individual. Pada kenyataannya, sumberdaya yang dimiliki oleh investor besar jauh lebih kuat dari investor kecil atau sumberdaya yang dimiliki oleh investor institusional jauh lebih kuat dari investor individual. Suatu keinginan pencapaian pertumbuhan yang tinggi dapat ditempuh melalui alternatif liberalisasi dan nonliberalisasi. Pertumbuhan nonliberalisasi

dengan cara menutup diri dari investasi asing dapat dilakukan. Namun demikian nonliberalisasi dengan sumberdaya yang terbatas akan menghasilkan pencapaian pertumbuhan yang tidak optimal. Menyikapi perkembangan tersebut saya berpendapat bahwa liberalisasi transaksi perdagangan merupakan suatu hal yang tidak dapat dihindari. Liberalisasi transaksi perdagangan mendekati ke arah tujuan meningkatkan pertumbuhan yang optimal pada pasar modal. Namun demikian disadari bahwa liberalisasi perdagangan telah nyata menjauhkan dari cita-cita keadilan dalam distribusi keuntungan pada semua lapisan investor. Liberalisasi perdagangan merupakan pilihan yang bersifat sementara. Alternatif pengganti perlu dipersiapkan dan pemberdayaan secara menyeluruh sangat diperlukan untuk mensiasati keadaan tersebut.

Perkembangan nilai saham di pasar perdana.

Ketika suatu perusahaan mendeklarasikan Go Publik sebagai bentuk kelahirannya di bursa efek, akan dijumpai beberapa alasan yang mendasarinya. Bagi perusahaan, motivasi pertama Go Publik adalah dalam rangka mendapatkan alternatif sumber dana dari masyarakat untuk pengembangan perusahaannya. Sedangkan dilihat dari pihak investor, dengan menanamkan investasinya pada pasar modal, maka akan mendapat peluang keuntungan secara lebih baik berupa dividen yang merupakan sebagian dari laba perusahaan serta mendapat keuntungan berupa *capital gain* yang didapat dari keuntungan transaksi perdagangan saham.

Perusahaan yang Go Publik di masyarakat ditandai dengan peristiwa kelahiran pertama di pasar primer melalui peristiwa *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum perdana Hasil penelitian dari Kim.J.B (1993) tentang motivasi perusahaan Go publik menyatakan bahwa para pengusaha menganggap *Initial Public Offering* atau penawaran umum perdana tersebut sebagai upaya untuk mengumpulkan dana demi membiayai proyek-proyek investasi mereka.

Alasan kedua dengan Go Publik, perusahaan ingin berbagi dengan masyarakat dalam hal keuntungan yang mungkin diperoleh dari usahanya maupun berbagi dalam hal resiko yang akan dihadapi. Ditemukan cukup banyak bukti bahwa *initial public offering* atau penawaran umum perdana mendatangkan sejumlah besar keuntungan awal (*initial return*), tidak lama setelah diterbitkan. Ritter (1988) dan peneliti lain pernah melaporkan kinerja harga saham dapat direalisasikan hanya beberapa minggu sejak tanggal penawaran perdana hingga saham tersenut dapat ditransaksikan di bursa sekunder.

Permasalahan pada penawaran umum perdana, beberapa penelitian menunjukkan bahwa peristiwa penawaran umum perdana bagi perusahaan yang Go Publik lebih merupakan fenomena jangka pendek. Pada paska penawaran umum perdana, tingkat kembalian (*return*) awal saham yang tercipta dalam jangka pendek terbukti lebih besar dari tingkat kembalian jangka panjang (satu tahun) sesudah penawaran umum perdana. Bahkan banyak dijumpai fenomena perusahaan yang melaksanakan penawaran umum perdana memberikan keuntungan yang tinggi dalam jangka pendek tetapi justru



menciptakan keuntungan negatif dalam jangka panjang atau setelah satu tahun.

Tabel 3 Return awal rata-rata di negara-negara berkembang dan Indonesia

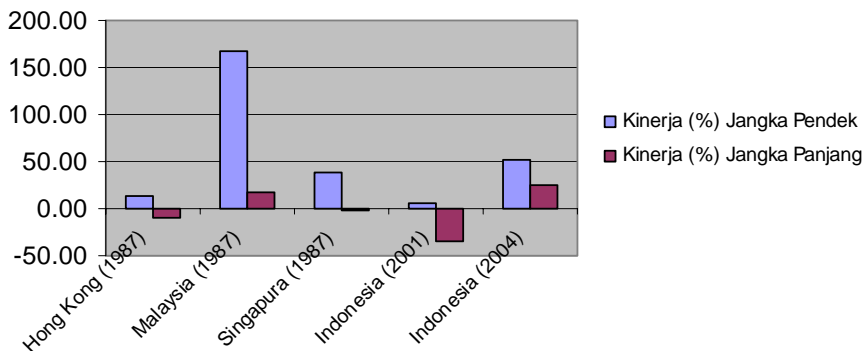
Negara	Peneliti	Periode	Ukuran Sampel	Kinerja (%)	
				Jangka Pendek	Jangka Panjang
Hong Kong	Dawson	1978 – 1983	21	13,8	-9,3
Malaysia	Dawson	1978 – 1983	21	166,7*	+18,2
Singapura	Dawson	1978 – 1983	39	39,4	-2,7
Malaysia	Dawson	1978 – 1983	21	166,7*	+18,2
Korea	Kim, Krinsky dan Lee	1985 – 1990	275	79,0*	-
Indonesia	Indra dan Arum	1994 – 1997	78	5,87	-35,51
Indonesia	Sugeng Wahyudi	1997 – 2003	108	51,9	25,6

Sumber : Kim (1993) , Dawson (1987), Indra (2001) , Sugeng Wahyudi (2004).

Pada periode 1997 –2003 pertumbuhan Retun Awal Saham di Indonesia tumbuh dengan pesat jika dibandingkan periode sebelumnya tahun 1994-1997, seperti terlihat pada bagan 2. Namun demikian masih

terlihat ketidakseimbangan antara Retun Awal Saham jangka pendek dengan Retun Awal Saham jangka panjang.

**Bagan 2. Return Awal rata-rata di negara berkembang dan Indonesia**



Ketidakseimbangan keuntungan jangka pendek dan jangka panjang

Suatu penelitian yang telah dilakukan oleh Sugeng Wahyudi (2004) mengungkapkan bahwa pada umumnya perusahaan yang Go publik di Indonesia dalam jangka pendek rata-rata menciptakan keuntungan perdana yang menggembirakan (51,9%). Meskipun demikian sesudah memasuki pasar sekunder dalam jangka panjang sekitar 1 tahun, maka tingkat keuntungan tersebut semakin lama justru semakin berkurang (25,56%). Dengan demikian diperlukan suatu pemikiran bagaimana cara menyeimbangkan tujuan untuk memperoleh keuntungan jangka pendek dan keuntungan jangka panjang. Diperlukan peningkatan pemberdayaan dari semua pihak yang terkait.

Menurut pendapat saya, sejak penawaran umum perdana diperlukan adanya motivasi atau komitmen yang benar baik dari sisi

emiten yang menerbitkan saham maupun dari sisi para investor. Sejalan dengan UU RI No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal, dapat dirumuskan bahwa ada tiga pertimbangan lahirnya undang-undang tersebut yaitu pasar modal sebagai sumber pembiayaan bagi dunia usaha yang mempunyai peran strategis dalam pembangunan, wahana investasi yang menguntungkan bagi masyarakat dan tidak terjadi praktik yang merugikan di antara para pelaku pasar. Ketiga dasar pertimbangan tersebut seharusnya selalu mendasari motivasi dan komitmen dari para pelaku pasar.

Pencapaian sasaran jangka pendek seharusnya merupakan bagian yang tak terpisahkan dengan sasaran jangka panjang. Merupakan logika terbalik bila yang terjadi sasaran jangka pendek lebih baik dari pencapaian sasaran jangka panjang. Penetapan sasaran jangka pendek yang benar adalah bila penetapan sasaran tersebut disertai dengan komitmen pencapaian sasaran jangka panjang. Pencapaian sasaran jangka pendek merupakan suatu prestasi. Upaya pencapaian sasaran jangka panjang secara lebih baik dari jangka pendek merupakan suatu tindakan yang terpuji.

Hadirin yang saya hormati

Ketidakseimbangan distribusi keuntungan

Penelitian Sugeng Wahyudi (2004) telah dilakukan dengan periode pengamatan tahun 1997 s.d 2003 pada 108 perusahaan yang mengadakan penawaran umum perdana, ternyata tidak semua menciptakan keuntungan awal. Dari jumlah tersebut sebanyak 17

perusahaan (15,7%) mendatangkan kerugian awal, sebanyak 14 % dengan keuntungan awal nihil dan sebanyak 77 perusahaan (71,3% ) menciptakan keuntungan awal yang positif pada para investor. Dari sebanyak 77 perusahaan yang memberikan peluang keuntungan tidak berarti otomatis para investor di bursa efek dapat menikmati keuntungan tersebut. Fakta berikut ini memberikan suatu gambaran tentang keadaan tersebut.

Ketidakmerataan keuntungan dapat dijelaskan dengan teori asimetri informasi atau kepemilikan informasi yang tidak seimbang antara pihak satu dengan pihak lainnya. Penyebaran informasi diterima secara tidak seimbang oleh satu pihak dengan pihak lainnya. Terdapat suatu informasi yang hanya dapat ditangkap dengan baik oleh para investor yang tergolong *well informed*. Sedangkan pihak lainnya tidak dapat menangkap informasi tersebut. Diantara informasi perusahaan terdapat informasi yang tersembunyi '*hidden information*' (Arrow, 1985).

Adanya asimetri informasi merupakan syarat bagi efektivitas pengembangan bursa efek. Hasil penelitian empiris oleh Chiraphol N. Chiyachantana (2004) mengungkapkan bahwa adanya regulasi perdagangan akan efektif dalam suatu keadaan terjadi asimetri informasi yang rendah. Dengan perkataan lain regulasi akan efektif bila penyebaran informasi kepada lapisan investor relatif merata.

Sejalan dengan pemikiran tersebut, dapat dirumuskan bahwa berbagai macam regulasi yang telah dikeluarkan oleh otoritas bursa pada bursa efek Jakarta akan berjalan optimal bila disertai dengan

upaya mengurangi terjadinya asimetri informasi di kalangan para emiten dengan investor maupun investor dengan investor lainnya.

Asimetri juga sering terjadi diantara lapisan investor khususnya investor asing dengan investor domestik. Sering terjadi adanya suatu kenyataan dalam transaksi perdagangan, sewaktu investor asing dalam keadaan *net selling* atau lebih banyak jual sebaliknya investor domestik dalam posisi *net buying* atau lebih banyak beli. Optimalnya keuntungan dalam keadaan net selling atau net buying tergantung pada posisi siklus dari suatu saham.

Hadirin yang saya hormati

Analisis lingkungan pasar

Analisis tehnikal merupakan pendekatan yang umumnya digunakan pada tahapan analisis lingkungan pasar. Siklus suatu saham dapat dipelajari melalui pendekatan analisis Tehnikal. Menurut Chan, Hugh (1996) analisis tehnikal merupakan analisis siklus yang mempelajari pola gerakan harga saham masa lalu dan memprediksi pola gerakan harga pada periode berikutnya. Pada siklus yang terbentuk tergambar level *support* maupun level *resistance*. Level *support* merupakan level atau area bawah atau penopang, di mana pada posisi tersebut kekuatan arus pembelian mampu menahan atau menopang adanya tekanan arus penjualan. Dengan demikian harga saham tertahan untuk tidak turun lagi. Sedangkan level *resistance* merupakan keadaan yang sebaliknya.

Keuntungan yang optimal sering terlihat banyak terdistribusi pada investor asing. Penelitian secara cermat pada bursa efek memberikan suatu gambaran bahwa pada umumnya investor asing dalam keadaan *net selling* ketika posisi *resistance*. Keadaan *net selling* atau lebih banyak jual ketika pada posisi *resistance* atau posisi puncak berarti keputusan menjual saham dalam jumlah relatif besar pada saat posisi harga sedang tinggi. Sebaliknya, pada umumnya investor asing dalam keadaan *net buying* ketika posisi *support*. Keadaan *net buying* atau lebih banyak beli ketika pada posisi *support* atau posisi topang bawah berarti keputusan membeli saham dalam jumlah relatif besar pada saat posisi harga sedang rendah. Dampaknya investor asing dapat mengambil keuntungan yang optimal dari beli pada posisi harga murah dan jual pada posisi harga mahal.

Sedangkan investor domestik pada umumnya dalam keadaan keadaan *net buying* atau lebih banyak beli ketika posisi *resistance* atau posisi puncak dan dalam keadaan *net selling* atau lebih banyak jual pada posisi *resistance* atau posisi harga di puncak. Dengan demikian yang terjadi adalah beli pada harga tinggi dan jual pada harga rendah, sehingga keuntungannya tidak optimal. Gambaran tersebut terlihat pada table 4 maupun grafik 2.

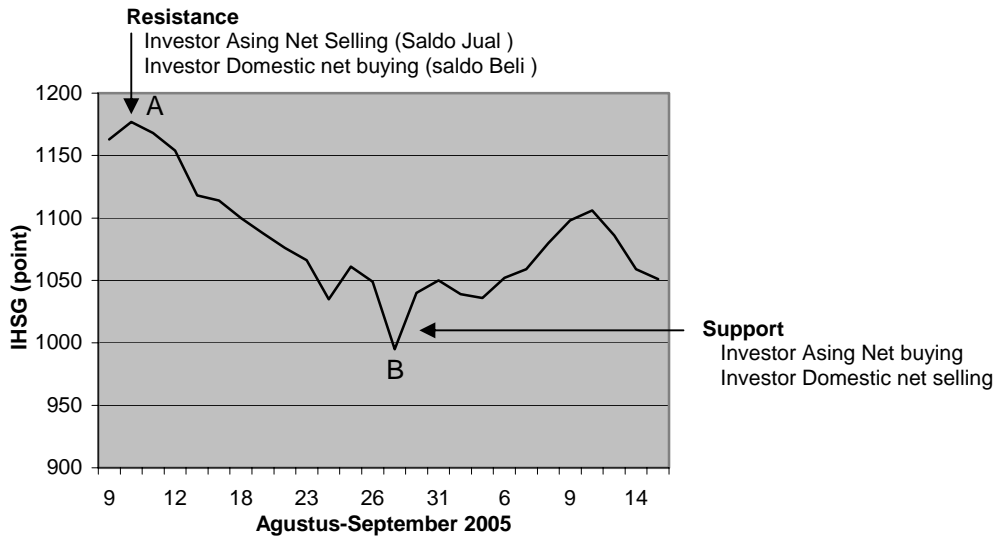
Tabel 4. Kinerja Saham menurut Kelompok investor

Tanggal	IHSG	Resistance/ Support	Investor Asing/ Institutional			Investor Domestik		
			Nilai Beli	Nilai Jual	Net Buying/ (Net Selling)	Nilai Beli	Nilai Jual	Net Buying/ (Net Selling)
22/3/05	1.152,6	Resistance	1,165	1,301	(136)	1,631	1,497	134
31/3/05	1.065,1	Support	831	763	67	1,257	1,325	(68)
10/8/05	1.176,8	Resistance	461	543	(82)	1.017	935	82
29/8/05	994,8	Support	986	573	413	5325	1743	(414)

Sumber: [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), diolah

Menyikapi keadaan tersebut kami berpendapat bahwa posisi siklus naiknya harga saham merupakan sesuatu yang alami akan selalu terjadi di pasar atau bursa efek. Investor yang membekali ilmu dalam berinvestasi akan dapat membaca sinyal sebagai arah pasar secara lebih baik. Dengan demikian, keputusannya tidak akan bertentangan dengan arah dari pasar. Dengan ilmu, keyakinan investor dalam berinvestasi akan menjadi lebih teguh. Dengan ilmu, sikap investor menjadi lebih tenang ketika harga sahamnya sedang berada di posisi bawah, karena menyadari siklusnya sedang berada di bawah, suatu saat siklusnya akan berganti berada di atas. Investor yang berilmu, mampu menerjemahkan ayat atau tanda-tanda kebesaran Ilahi, sesungguhnya sesudah kesukaran akan datang suatu kemudahan.

**Tabel 2. Keputusan Investor dan Posisi Pasar**



Hasil penelitian Pierre L. Siklos dan Martin T. B, (2005) mengungkapkan tentang perilaku perdagangan ketika keadaan bursa efek sedang menurun. Investor atau *trader* yang tergolong sebagai *trader umpan balik positif*, tidak bersemboyan "beli saham pada harga murah dan menjual sesudah harga naik" tetapi "beli saham pada harga mulai memasuki area positif dan akan menjual saham ketika sampai posisi positif yang optimal".

Sedangkan yang tergolong sebagai *trader cerdas* yaitu keputusan mereka membeli seberapa besar atas saham akan ditentukan berdasar pertimbangan prediksi hasil lebih (*excess return*) di



atas pendapatan bunga atas investasi bebas resiko. Bunga SBI merupakan salah satu bentuk bunga atas investasi bebas resiko.

Semakin besar prediksi hasil lebih (*excess return*) di atas pendapatan bunga, maka mereka akan semakin relatif banyak membeli dan memegang saham.

Analisis tehnikal pada hakikatnya adalah menggambarkan *behavior finance* atau merupakan pencerminan suara pasar. Benarkah suara pasar merupakan suara kebenaran? Penelitian James Surowiecki (2005) mengungkapkan bagaimana kecerdasan yang dikombinasikan dan input suatu kelompok orang dapat menciptakan kesimpulan yang maksimum. Dia mengibaratkan sebagaimana pertunjukan pada TV tentang *Who Wants to be a Millionaire*. Disampaikan lebih lanjut bahwa suara pasar adalah bentuk lain dari pikiran kolektif yaitu "lebih pandai" dibanding individu yang mengambil bagian pada mereka. Pasar membuang yang lemah, gagasan yang lemah, kebimbangan dalam proses pengambilan keputusan dan juga mampu untuk mengumpulkan informasi yang beragam dari para pelaku pasar ke dalam suara yang benar. Namun demikian suara pasar merupakan suara kebenaran bila suara tersebut netral dari pengaruh leader pada pasar tersebut. Suara pasar yang berasal dari suara kelompok merupakan suara pasar sejati bila suara kelompok merupakan suara dari pertimbangan mandiri dan dengan mekanisme kolektif.

Suara pasar yang benar bukan berasal dari suara intuisi dari para pelakunya melainkan suara kecerdasan dari pelaku pasar. Hal ini

sejalan dengan penelitian Richard P. Larrick (2004) yang mengemukakan bahwa intuisi yang digunakan untuk mengkombinasikan pendapat bertentangan atau menyalahi prinsip rata-rata. Penelitian Forsythe et al. (1992) juga mengungkapkan kemungkinan adanya bias pasar. Polling data dari investor di pasar modal menggambarkan kesamaan *judgement* yang dapat bias antara faktor psikologis dengan politikal para *scientist* yang umumnya menggambarkan nilai fundamental.

Menyikapi hal tersebut saya berpendapat bahwa kombinasi antara kecerdasan pengambil keputusan dengan suara pasar yang didasarkan pertimbangan mandiri pada mekanisme kolektif, akan dapat menghasilkan keputusan yang optimal.

Hadirin yang berbahagia

Ketidakseimbangan Permintaan dan Penawaran

Peristiwa penawaran umum perdana pada umumnya diiringi dengan keadaan terjadinya *oversubscribed* atau *undersubscribed*. Van Horne (1995) ahli manajemen keuangan memberikan arti istilah *oversubscribed* sebagai kelebihan permintaan terhadap saham karena permintaan lebih besar dari penawaran. Dengan demikian yang terjadi yaitu tidak semua investor yang telah memesan beli saham akan mendapatkan sejumlah saham sesuai dengan jumlah yang diinginkan. Pada tahun 2004 penawaran umum perdana saham bank BRI, saham bank Mandiri dan PT Adhi Karya sebagai saham yang kelebihan permintaan. Jumlah permintaan terhadap saham bank BRI sebanyak

13,6 kalinya penawaran yang tersedia. Akibatnya tidak semua permintaan yang diajukan dapat terpenuhi.

Tabel.5. Saham Oversubscribed pada Penawaran Umum Perdana  
Periode tahun 2003 s/d 2005

No	Saham	Penawaran (Juta lbr shm)	Permintaan (Juta lbr shm)	Over Subscribed (kali)	Harga Perdana (Rp)	Harga Hari I Ps Sekunder	Return Awal (%)
1	Bank Mandiri	4.000	28.925	7,23	675,-	850,-	25,9
2	Bank BRI	4.764	65.000	13,6	875,-	950,-	8,6
3	Adhi Karya	441	1.000	2,3	150,-	170,-	13,3

Sumber: www.jsx.co.id, diolah

Dalam kondisi liberalisasi perdagangan pada distribusi saham dapat diperkirakan kategori investor apa yang mendapatkan bagian banyak. Kategori investor manakah yang mendapat bagian keuntungan banyak, apakah investor besar atau investor kecil, investor institusional ataukah investor individual. Pada kenyataannya, sumberdaya yang dimiliki oleh investor besar jauh lebih kuat dari investor kecil atau sumber daya yang dimiliki oleh investor institusional jauh lebih kuat dari investor individual.

Kebebasan dalam perdagangan telah nyata menciptakan pertumbuhan keuntungan yang tinggi, namun demikian ternyata membatasi keadilan. Hal ini tidak sesuai dengan kondisi semangat kebebasan natural dalam produksi dan perdagangan seperti yang sudah disemangatkan oleh tokoh pemikir seperti Adam Smith,

Hadirin yang saya hormati

Ketidakseimbangan kontinuitas (Peristiwa Delisting) di Pasar Sekunder

Dilihat secara historis, Bursa Efek Jakarta telah lahir di Indonesia sejak zaman pemerintahan Belanda 1912 dan sejak 3 Juni 1952 dikukuhkan melalui Undang-undang no 15 tahun 1952 tentang pasar modal di Indonesia. Perkembangan perusahaan yang Go Publik di pasar modal Indonesia semakin lama semakin bertambah jumlahnya. Namun demikian fakta menunjukkan bahwa tidak semua perusahaan yang sudah Go Publik kemudian tetap *exist* di Bursa Efek Jakarta. Sebagian di antaranya terkena *delisting* dan terpaksa keluar dari bursa efek jakarta. Perusahaan yang terkena sanksi *delisting* ternyata mengakibatkan kerugian bagi investor terutama dalam hal pengembalian dana investasinya.

Perkembangan kinerja dari perusahaan yang telah Go Publik pada pasar modal di Indonesia dapat dikatakan relatif maju. Sampai tahun 1990 jumlah perusahaan yang tercatat (*listing*) di bursa efek jakarta sebanyak 34 perusahaan. Pada kurun waktu lima tahun kemudian sampai tahun 1995 naik menjadi 156 perusahaan atau bertambah sebanyak 122 perusahaan. Tahun 1995 sampai 2000 perusahaan yang tercatat menjadi 213 perusahaan atau bertambah 57 perusahaan. Lima tahun terakhir ini perusahaan baru yang tercatat sebanyak 121 sehingga total yang tercatat menjadi 334 perusahaan.

Hambatan yang mengiringi perkembangan dalam kurun waktu tersebut yaitu terkenanya sanksi beberapa perusahaan sehingga harus keluar (*delisting*) dari bursa efek. Dengan demikian sejak tahun 1977

dari sejumlah 418 perusahaan yang tercatat akhirnya terdapat sebanyak 84 perusahaan (20%) yang terpaksa harus keluar dari bursa efek. *Delisting* merupakan kinerja buruk bagi suatu perusahaan, tetapi yang menanggung akibatnya lebih banyak adalah investor. Berbagai macam sebab telah mengantarkan perusahaan pada posisi *delisting*.

Kasus Bank Global pada akhir tahun 2004, telah memberikan noda hitam pada perkembangan pasar modal di Indonesia. Oleh sebagian masyarakat investor, Bank Global dipercaya sebagai perusahaan yang mengelolan investasi Reksa Dana Prudence. Ternyata, Reksa Dana Prudence merupakan Reksa Dana aspal. Terbukti bahwa Bank Global tidak menyalurkan dana dari investor ke Bank Kustodian. Menurut ketentuan, Bank Kustodian merupakan bank yang secara resmi oleh pemerintah ditunjuk sebagai bank pengelola Reksa Dana. Ketidaktahuan sebagian masyarakat investor terhadap ketentuan tersebut, mengakibatkan investor menjadi korban dari kasus reksa dana Prudence. Bank Global selaku induk dari reksa dana prudence pada akhirnya terkena dampak dari kasus reksa dana tersebut dan terkena sanksi *delisting* dari bursa efek Jakarta.

Contoh lain pada perusahaan Manly Utama Finance, merupakan perusahaan yang bergerak di sektor keuangan. Pada saat penawaran umum perdana (23/6/01) sahamnya ditawarkan pada harga Rp 700,- per lembar. Beberapa waktu kemudian saat *listing* di pasar sekunder harganya mencapai Rp 1.025,- berarti menciptakan keuntungan awal yang tinggi sebesar 50 %. Pada saat ini jenis saham tersebut sudah mendapat sanksi dikeluarkan dari bursa (*delisting*) karena kinerjanya.

Fluktuasi harga yang tinggi pada paska penawaran umum perdana sebenarnya telah memberikan sinyal ketidakberesan.

Fluktuasi yang tinggi dari harga awal disamping dapat dipandang sebagai keuntungan awal sebenarnya juga dapat dipandang adanya resiko yang tinggi. Semakin tinggi *variance* keuntungan dari rata-ratanya atau semakin tinggi fluktuasi keuntungan dari rata-rata keuntungannya maka semakin tinggi pula risikonya (Mc Namara, 1998).

### Strategi pemberdayaan *stakeholder*

Melihat perkembangan yang terjadi pada Bursa Efek Jakarta tersebut, maka diperlukan pemberdayaan pada unsur *stakeholder*. Pemberdayaan secara terintegrasi di antara berbagai *stakeholder* pada pasar modal dapat menggunakan metode pendekatan partisipatif. Konsep partisipasi sebagai suatu pendekatan pembangunan masyarakat sebenarnya sudah muncul pada awal tahun 1980-an. Permasalahannya adalah dalam pelaksanaannya partisipasi hanya sekedar digunakan sebagai label terhadap peran serta masyarakat. Peran serta masyarakat dalam proses pengambilan keputusan cenderung terbatas hanya pada kehadiran dan persetujuan atas keputusan yang sudah dirancang sebelumnya.

Tentang bentuk partisipasi masing-masing referensi memberi tekanan yang berbeda. Bentuk partisipasi berupa keterlibatan dalam proses pembuatan keputusan, dalam pelaksanaan kegiatan, ikut menikmati hasil dari kegiatan tersebut dan ikut serta dalam mengevaluasinya (Laura Bures, 2002.). Menurut referensi lain dari Bank

Dunia (1994) bentuk partisipasi berupa kemampuan dalam mempengaruhi serta membagi wewenang dalam menentukan inisiatif-inisiatif, keputusan serta pengalokasian berbagai sumberdaya yang berpengaruh terhadap pembangunan. Partisipasi (Vernon L. Smith, 2003) tidak hanya sekedar mengumpulkan pendapat secara kualitatif untuk menemukan konsensus. Rasionalitas terbatas pada informasi membatasi kemampuan untuk mengoptimalkan keuntungan. Partisipasi yang dilakukan hanya dengan sekedar membangun konsensus adalah merupakan hal yang salah.

Pendekatan strategis dalam penanganan permasalahan yang ada dimulai dengan perumusan isu strategis. Isu tersebut muncul karena adanya permasalahan dan kebutuhan yang dihadapi oleh masyarakat yang bilamana tidak ditangani akan berdampak timbulnya kondisi dan situasi yang tidak layak dari aspek sosial ekonomi maupun lingkungan fisik. Suatu isu dinilai sebagai isu strategis bila memenuhi empat kriteria (RTI-Perform USAID, 2003) yaitu : sejalan dengan visi/misi, sifatnya sangat mendesak untuk ditangani, dapat memberikan kebijakan yang lebih baik, atau memenuhi kebutuhan masyarakat banyak.

Bertitik tolak dari isu strategis, maka dapat diadakan analisis *stakeholder* dalam upaya pemberdayaan *stakeholder* di pasar modal. Pihak yang berkepentingan dan berpengaruh terhadap pengembangan pasar modal dengan tingkatan yang berbeda meliputi investor, perusahaan (emiten), akuntan publik, penjamin emisi, Bapepam, BEJ dan pihak terkait lainnya. Pemetaan *stakeholder*, berdasarkan seberapa

besar pengaruh dan kepentingannya dalam pengembangan pasar modal di Indonesia. Analisis pemetaan *stakeholder* ditentukan atas dasar pendekatan pengaruh dan kepentingan.

	<b>Pengaruh Rendah</b>	<b>Pengaruh Tinggi</b>
<b>Kepentingan rendah</b>	<b>IV</b> Kelompok <i>stakeholder</i> yang paling rendah prioritasnya	<b>III</b> Kelompok yang bermanfaat untuk merumusan atau menjembatani keputusan dan opini
<b>Kepentingan Tinggi</b>	<b>I</b> Kelompok <i>Stakeholder</i> yang penting namun barangkali perlu pemberdayaan	<b>II</b> Kelompok <i>stakeholder</i> yang bersikap kritis

Gambar 1. Pemetaan *Stakeholder*

Sumber:PERFORM-RTI-USAID (2004) diolah

Hasil pemetaan menunjukkan bahwa investor (*stockholder*) merupakan salah satu unsur *stakeholder* yang paling tinggi kepentingannya. Investor terbagi dalam kelompok investor institusi, investor individu besar dan investor retail. Investor institusi atau yang mewakili lembaga bisnis tertentu dan investor besar dapat dikenali melalui transaksinya dalam jumlah yang besar. Investor besar dan investor institusi termasuk kategori *stakeholder* pada kelompok kedua yaitu kepentingannya besar dan kekuatan pengaruhnya besar pula. Investor kecil termasuk *stakeholder* kelompok pertama yaitu *stakeholder* yang kepentingannya tinggi namun kekuatan pengaruhnya



rendah. *Stakeholder* pada kelompok kedua ini yang sangat memerlukan pemberdayaan.

Perusahaan atau emiten yang tercatat di bursa efek, dalam pemetaan *stakeholder* seharusnya tergolong pada kwadran II yaitu *stakeholder* yang pengaruhnya tinggi dan kepentingannya juga tinggi. Namun demikian sebagian di antaranya masuk pada kwadran III yaitu *stakeholder* yang pengaruhnya tinggi tetapi kepentingannya masih rendah. Bagi Perusahaan yang termasuk pada kwadran III inilah yang harus mendapat prioritas dalam pemberdayaan.

Pemberdayaan emiten / perusahaan : pendekatan faktor fundamental.

Pemberdayaan perusahaan yang listing di bursa efek perlu dilakukan dengan pendekatan analisis fundamental perusahaan. Analisis fundamental (Sharpe,1995) dikenal sebagai analisis yang mendalam dan menyeluruh tentang kondisi perusahaan. Dengan demikian analisis fundamental atas saham perusahaan berarti menentukan nilai saham atas dasar kinerja dari perusahaannya. Kinerja perusahaan dapat ditentukan dari perkembangan atas nilai buku asetnya, prospek keuntungannya dan propek aliran kas perusahaan. Dalam perkembangannya di bursa efek, nilai fundamental atau nilai intrinsic dari saham tersebut belum tentu sama dengan nilai jual sahamnya. Eugen F Fama (1991) dalam ulasannya tentang efisiensi pasar mengemukakan bahwa suatu pasar tergolong sebagai bentuk kuat bila harga saham di bursa mencerminkan atau merefleksikan nilai fundamental dari saham tersebut. Bila kondisi tersebut belum terpenuhi

maka tidak dapat dikatakan sebagai bursa yang kuat melainkan akan tergolong sebagai bursa dalam bentuk lemah atau bentuk setengah kuat.

Hasil penelitian Sugeng Wahyudi (2004) membuktikan bahwa emiten perlu untuk diberdayakan. Pemberdayaannya dilakukan melalui penegakan komitmen perusahaan dan *assurance* perusahaan terhadap masyarakat investor. Upaya pemberdayaan tersebut dalam rangka optimalisasi kinerja perusahaan dan kinerja saham perusahaan di bursa efek.

Dilihat dari pendekatan keuangan keperilakuan (*behavior finance*) pada perusahaan, permasalahan terjadinya kerugian investasi tersebut secara fundamental dapat dijelaskan melalui teori komitmen organisasional. Luthan's (1992) menyatakan bahwa komitmen organisasional terdiri dari tiga dimensi : (1) Keinginan yang kuat untuk tetap menjadi anggota organisasi (*stakeholder*), (2) Kemauan yang besar untuk berusaha bagi organisasi, (3) Kepercayaan kuat dan penerimaan terhadap nilai dan tujuan organisasi.

Berkaitan dengan tujuan organisasi perusahaan, tujuan utama dari perusahaan yang Go publik yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Komitmen yang tinggi merupakan suatu sinyal tingginya upaya perusahaan dalam peningkatan nilai perusahaan. Terjadinya kerugian investasi di hari pertama pasca penawaran umum perdana di pasar sekunder menggambarkan kurangnya komitmen perusahaan terhadap pasar.

Indikator dari faktor komitmennya berupa ; 1.perimbangan antara pengelolaan rasio hutang terhadap modal sendiri (DER) dan 2.peningkatan nilai perusahaan melalui *Price to Book value* (Sugeng Wahyudi, 2004). *Debt Equity Ratio* menggambarkan kebijakan hutang perusahaan. Perusahaan dengan DER tinggi berarti kebijakan hutangnya tinggi. Sedangkan *Price to book value* menggambarkan perbandingan antara harga saham dengan nilai bukunya. Semakin tinggi PBV-nya berarti harga sahamnya dinilai baik oleh investor sebanding dengan nilai bukunya.

*Para hadirin yang saya hormati*

Hasil penelitian mengungkapkan bahwa komitmen yang tinggi akan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja. Upaya peningkatan komitmen mendorong suatu perusahaan mengambil risiko dengan menambah modal melalui hutang. Seberapa besar rasio hutang terhadap modal sendiri merupakan indikator komitmen perusahaan pada pasar. Perimbangan yang optimal antara hutang dengan modal sendiri terungkap pada teori struktur modal. Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Beberapa teori telah muncul berkaitan dengan kebijakan hutang atau struktur modal yang optimal.

Teori *Trade off* (Brealey & Myers, 1991) menjelaskan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan

hutang. Teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan dan *cost* dari hutang. Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali atau perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah sama-sama buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan..

Teori manajemen keuangan berupa *teori pecking order* dari Myers dan Majluf (1984) mengemukakan teori *pecking order* yang menetapkan suatu preferensi keputusan sumber dana dimana para manajer pertama kali akan cenderung memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri dari sumber eksternal berupa saham sebagai pilihan terakhir. Menurut Weston dan Copeland (1997) *pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang profitabel umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan perusahaan memerlukan dana dari sumber eksternal yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang daya profitnya, cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham .

Model struktur modal dalam lingkup *balancing theories* menurut Myers (1984) disebut sebagai teori keseimbangan yaitu menyeimbangkan komposisi hutang dan modal sendiri. Teori ini pada intinya menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah.

Teori utama Mogdilani Miller yang dikemukakan oleh Grinbalt (1998) menyatakan bahwa tidak ada hubungan antara nilai atau harga pasar dengan struktur modal. Profitabilitas dari perusahaan merupakan satu-satunya faktor yang menentukan nilai atau harga pasar. Berkaitan dengan teori tersebut, hasil penelitian Sugeng Wahyudi (2005) mengungkapkan bahwa hubungan secara *total effect* lebih bermakna daripada *direct effect*. Hasil penelitian *direct effect* menunjukkan bahwa pengaruh dari struktur modal terhadap harga pasar saham ternyata tidak signifikan. Secara *indirect effect* dilakukan dalam melihat hubungan antara struktur modal dengan nilai atau harga pasar saham tidak dilakukan secara langsung tetapi melalui *return on asset*. Kenaikan rasio hutang akan meningkatkan *return on asset* dan kenaikan *return on asset* lebih lanjut berpengaruh meningkatkan nilai atau harga pasar saham. Penelitian dengan melihat *total effect* ternyata lebih baik dari *direct effect*.

Lebih lanjut hasil penelitian Sugeng Wahyudi (2005) yang menghubungkan antara *debt to equity ratio* (struktur modal) dengan *Return on Asset* (profitabilitas) menyatakan bahwa semakin tinggi rasio

hutang sampai batas tertentu akan berpengaruh signifikan meningkatkan *return on asset*, tetapi setelah melampaui titik tertentu semakin tinggi rasio hutang akan menurunkan *return on asset*. Jadi sampai batas tertentu penggunaan hutang merupakan komitmen positif perusahaan karena meningkatkan *return on asset* tetapi setelah melampaui batas tidak lagi merupakan komitmen yang positif perusahaan.

Dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang sebagai bentuk peningkatan komitmen bukan merupakan pilihan yang terbaik sebagai tanggung jawab perusahaan pada pasar. Pilihan alternatif tersebut baru akan bermakna baik ketika kebijakan hutang tersebut dikaitkan dengan terciptanya hasil lebih di atas pengorbanannya. Terciptanya hasil lebih akan berdampak positif terhadap pasar.

#### Pemberdayaan investor

Pemerintah melalui UU RI No. 8 tahun 1995 menyebutkan bahwa pasar modal mempunyai peran strategis dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Lebih lanjut disebutkan agar pasar modal dapat berkembang dibutuhkan landasan hukum yang kukuh untuk menjamin kepastian hukum bagi pihak yang melakukan kegiatan serta melindungi kepentingan masyarakat pemodal dari praktik yang merugikan.

Strategi pengembangan disesuaikan dengan adanya perbedaan karakteristik setiap kelompok dari *stakeholder* yang telah dianalisis dan

diklasifikasikan. Output dari strategi ini adalah munculnya langkah strategis untuk meningkatkan kapasitas kepentingan dan pengaruh *stakeholder*. Dengan mengacu pada hasil pemetaan di atas pada *stakeholder* dengan kepentingan tinggi tapi dengan pengaruh rendah, maka strategi yang tepat adalah dengan pemberdayaan.

Sejalan dengan apa yang disampaikan oleh Browe (1995) dan Koberg (1999), investor dikatakan mempunyai pemberdayaan bila memenuhi empat indikator yaitu mampu dalam otoritas, mampu dalam akuntabilitas, mampu patuh pada aturan, dan mampu dalam hal kompetensi. Sedangkan faktor-faktor yang mempengaruhi pemberdayaan berupa: peningkatan kapabilitas investor, komitmen manajemen, sistem dan fungsi pendukung dan *sharing* informasi.

Peningkatan kapabilitas investor dapat dilakukan dengan mengupayakan pemberdayaan internal dan eksternal. Pemberdayaan internal berarti pemberdayaan sebagai konsep motivasional, merupakan proses untuk meningkatkan rasa memiliki kompetensi bagi anggota organisasi melalui identifikasi mendorong dan menyingkirkan ketidakberdayaan. Rasa memiliki kompetensi merupakan kepercayaan individu akan kemampuan mereka dalam melakukan aktivitasnya dengan menggunakan keahlian yang dimiliki. Sedangkan pemberdayaan eksternal menurut Thomas (1990) merupakan pemberdayaan yang mengandung pengertian keleluasaan kepada individu untuk bertindak dan sekaligus bertanggung jawab atas tindakannya.

Dalam pemberdayaan internal, sebagai salah satu prasyarat bagi investor untuk dapat berhasil dalam investasinya di pasar modal adalah adanya kompetensi. Menurut Lyle & Signe (2001) kompetensi mengandung makna sebagai karakteristik seseorang yang dapat menghasilkan kinerja berdasarkan kriteria tertentu yang unggul dan efektif. Lyle & Signe dalam tulisannya tentang “*competence of work*” mengemukakan ada lima karakteristik kompetensi yaitu : (1) pengetahuan (*knowledge*), (2) keterampilan (*skill*), (3) motif, (4) sifat pembawaan (*traits*) dan (5) konsep diri.

Aspek pengetahuan merupakan dasar utama adanya suatu kompetensi. Pengetahuan tentang pasar modal terutama berkaitan dengan aspek hukum atau undang-undang tentang pasar modal, aspek etika, aspek keuangan atau analisis keuangan, aspek perdagangan, dan pengetahuan tentang surat berharga yang diperdagangkan. Pengetahuan tersebut dapat diperoleh melalui pendidikan formal atau dari pendidikan nonformal dan juga dari pengalaman nyata di lapangan.

Investor yang telah mempunyai pengetahuan, belum cukup dikatakan sebagai orang yang berkompetensi. Aspek kedua dari kompetensi berupa keterampilan (*skill*) yaitu kemampuan menerapkan pengetahuan tersebut sehingga dapat menciptakan kinerja yang optimal. Dilihat dari jenisnya, keterampilan meliputi keterampilan analisis, keterampilan administratif dan keterampilan operasional. Bagi investor, keterampilan analisis sangat dibutuhkan dalam porsi yang lebih besar selain keterampilan administratif dan operasional. Keterampilan analisis diperlukan terutama berkaitan dengan perencanaan investasi,



portofolio investasi maupun langkah antisipasi tindakan mengamankan investasi atas terjadinya perubahan lingkungan eksternal maupun internal yang dinamis dan keterampilan dalam pengambilan keputusan.

Hadirin yang saya hormati

Keuangan Keperilakuan (Behavior finance)

Pengetahuan & keterampilan tentang aspek keuangan, aspek perdagangan melalui analisis fundamental & analisis tehnikal serta konsep diri belumlah cukup sebagai bekal berinvestasi di pasar modal. Ada beberapa keterbatasan pada analisis rasional tersebut dilihat dari pendekatan keuangan keperilakuan. Pendekatan keuangan perilaku (*behavioral finance*) mempunyai pandangan dari sisi yang berbeda dengan pendekatan rasional. Kent Daniel (2001) pada penelitian tentang "*Investor Psychology in Capital Markets*" mengungkapkan bahwa faktor psikologi mempengaruhi perilaku investor dan harga saham. Lebih lanjut Skinner mengungkapkan bahwa pendekatan psikologi berkaitan dengan *feeling*, temperamen, dan motivasi dari para investor. Pendekatan tersebut mengungkapkan bahwa investor sebagai pelaku pasar mempunyai *feeling*, temperamen, dan motivasi yang setiap saat bisa berubah.

Suara pasar yang merupakan suara kebenaran dari para pelakunya dapat bersifat bias yang disebut dengan *cognitive bias*. Terjadinya bias melalui pola *heuristics*, *over confidence*, *mental accounting*, *framing*, *representativeness*, *conservatism* dan *disposition effect* (Jay R. Ritter, 2003). Hasil penelitian Jay R. Ritter (2003) tersebut mengemukakan bahwa dijumpai beberapa dasar yang

menjadikan bias dalam pengambilan keputusan. *Heuristics* atau *rules of thumb* merupakan metode yang paling mudah dalam pengambilan keputusan. Namun demikian dijumpai banyak bias dalam keadaan lingkungan yang sangat berubah.

Pengambilan keputusan dengan pendekatan *rule of thumb*, pada umumnya menggunakan tiga macam bentuk yaitu ketersediaan (*availability*), perwakilan (*stereotype*) dan penyesuaian (*anchoring*). Ketersediaan berarti bahwa kejadian yang dialami seseorang akan tersimpan pada ingatan dan dijadikan referensi dalam pengambilan keputusan. Memori tentang kejadian tergantung lamanya kejadian telah berlangsung dan seberapa besar pengaruh dari kejadian tersebut. Kejadian yang sangat berpengaruh akan selalu bertahan dalam memori. Demikian pula kejadian yang belum berlangsung lama masih akan ada dalam memori.

Sebagai contoh, ketika saham Gema Graha Sarana menyelenggarakan penawaran umum perdana, harga perdananya Rp.225,- dan sebulan kemudian harga di pasar sekunder Rp.170,- . Investor lain yang ikut dalam diskusi memberikan pendapatnya, seperti menyalahkan, mengapa membeli saham dengan harga Rp.225,- padahal nilai bukunya hanya sebesar Rp.88,-. Dia memberikan argumentasinya bahwa beberapa kali melakukan pembelian serupa dengan harga jauh di atas nilai bukunya tapi masih juga untung. Ketika membeli saham Ryan Adibusana di pasar perdana dengan harga Rp.100,- dan sebulan kemudian dijual di pasar sekunder dengan harga

Rp.580,-. Investor tersebut bertanya, apakah keputusan saya yang berdasar pengalaman dan kebiasaan itu salah?.

Pemberdayaan investor secara partisipatif dapat dilakukan dengan melibatkan asosiasi investor. Keberadaan asosiasi investor, yaitu Masyarakat Investor Sekuritas Indonesia (MISI) belum optimal perannya dalam hal pemberdayaan investor. Oleh karena itulah tampaknya diperlukan adanya forum pertemuan di antara berbagai unsur *stakeholder* untuk secara bersama merumuskan upaya pemberdayaan investor terutama investor kecil. Upaya perumusan masalah yang dihadapi dan mengenali kebutuhannya akan lebih efektif terjaring melalui forum tersebut. Selanjutnya diperlukan pula forum koordinasi diantara berbagai unsur *stakeholder* yaitu asosiasi investor, perusahaan sekuritas, BEJ, Bapepam, wakil rakyat melalui DPR, wakil Pemerintah dan pihak terkait lainnya.

#### Pemberdayaan sistem pendukung & inkonsistensi regulasi

Dalam suatu diskusi pada analisis *stakeholder* terungkap suatu pertanyaan mengapa dapat terjadi ada suatu peraturan yang menciptakan peluang terjadinya inkonsistensi. Fakta menunjukkan telah terjadi aksi korporasi suatu jenis saham tertentu pada tanggal 4 Maret 2003 berupa *reverse stock* (penggabungan kembali saham). *Reverse stock* 2:1 berarti 2 saham lama menjadi satu saham baru dengan harga baru yang berbeda. Melalui aksi korporasi *reverse stock* berarti jumlah saham yang beredar menjadi lebih sedikit. Sinyal itu akan ditangkap oleh investor, bahwa dengan jumlah barang yang sedikit maka harganya

cenderung naik. Berdasar pengalamannya membeli jenis saham dalam aksi korporasi demikian akan menguntungkan.

Fakta menunjukkan keadaan yang lain terjadi ketika pada tanggal 17 Juli 2003 yang berarti masih dalam tahun yang sama, investor itu dibuat terkejut dengan munculnya aksi korporasi baru oleh perusahaan yang sama. Aksi korporasi baru tersebut berupa *right issue* (penawaran umum terbatas) yang menjadikan jumlah saham yang beredar menjadi lebih banyak. Jelas bahwa aksi ini berdampak berlawanan dengan aksi *reversetock* pada 17 Juli. Dikatakan penawaran umum saham terbatas (*right issue*) karena yang berhak membeli saham baru tersebut hanya para investor yang sudah mempunyai saham lama. Permasalahannya adalah para investor khawatir bahwa dengan adanya *right issue*, maka akan berarti terjadi *dilusi* (penurunan nilai) atas kepemilikan sahamnya. Kekhawatiran tersebut merupakan sesuatu yang wajar mengingat bahwa dengan *right issue*, maka jumlah saham yang beredar menjadi lebih banyak sehingga harga turun. Jadi dengan aksi korporasi yang tidak konsisten investor tersebut merasa sebagai pihak yang dirugikan.

Pemberdayaan akan sukses dengan adanya pemberdayaan pada sistem pendukung (Brower, 1995). Sistem pendukung merupakan subsistem dalam suatu organisasi secara keseluruhan. Media partisipasi melalui diskusi di antara sekelompok kecil investor, telah melengkapi unsur *stakeholder* dalam pengembangan bursa efek. Seorang investor yang tergolong investor pola jangka pendek mengungkapkan permasalahannya. Dia membeli saham International Nickel Indonesia

(INCO) pada tanggal 11 Juli 2003 dengan harga Rp.7.300,- karena ada kabar atau isu (istilah investor) bahwa harga saham itu akan digerakkan naik. Tiga hari kemudian harganya naik menjadi Rp.7.750,- dan kemudian dia menjualnya. Tetapi yang terjadi hari-hari berikutnya, harga saham tersebut terus meningkat. Saat mengungkapkan hal itu, terlihat bahwa dia tak dapat menyembunyikan kekecewannya, karena harganya telah mencapai posisi Rp.12.000,-. Dia tidak mau menerima ketika dikatakan sebagai berpola penjudi oleh investor yang tergolong investor lain yang berpola investasi jangka panjang (*long investment*). Argumentasinya bahwa dia tiga hari kemudian menjual karena sudah untung. Padahal dana investasi yang dimiliki terbatas hanya itu, sehingga untuk keperluan pilihan transaksi pada saham lain maka dia menjualnya.

Dari analisis *stakeholder* tersebut ternyata dapat terungkap bahwa sebenarnya ada permasalahan di kalangan investor berupa keterbatasan dalam dana investasi. Sehingga pemberdayaan investor melalui pengembangan kemampuan dalam pendanaan, layak dijadikan salah satu program pengembangan. Berarti keberadaan lembaga pengembangan dana bagi investor sangat diperlukan sebagai unsur *stakeholder* dalam pengembangan bursa.

Pemberdayaan sistem pendukung berupa regulasi peraturan juga merupakan kunci suksesnya pemberdayaan. Permasalahan keuntungan yang berlebihan pada Perusahaan Manly Utama Finance yang menciptakan keuntungan awal yang tinggi sebesar 50 % pada paska Penawaran Umum Perdana, dilihat dari aspek peraturan bursa

memang dimungkinkan. Bursa Efek Jakarta melalui surat edaran SE 009/SE/12/2001 terhitung mulai tanggal 3 Desember 2001 menyatakan bahwa fluktuasi harga saham pada penawaran umum perdana dianggap masih dalam batas toleransi bila fluktuasinya tidak lebih dari 100% harga awal. Maksud dari peraturan tersebut pada dasarnya dalam rangka untuk meningkatkan pertumbuhan bursa meskipun sebenarnya tingginya fluktuasi menunjukkan tingginya risiko.

### Pemberdayaan *Information Sharing*

Faktor yang sangat penting yang dibutuhkan dalam kesuksesan pemberdayaan adalah informasi (Brower,1995). Tidak salah bila di pasar modal berlaku pepatah "*Information is Money*". Diskusi partisipatif berkembang ketika beberapa investor yang tergolong investor miskin informasi (*uninformed investor*) mengungkapkan permasalahannya. Pada tanggal 21 Agustus 2003 dia membeli saham Semen Gresik pada harga Rp.7.050,-. Dia membeli saham itu ketika mendapat informasi bahwa perusahaan Semen Gresik meningkatkan proyeksi penjualannya. Namun demikian dia tidak tahu mengapa target penjualannya naik. Sehari berikutnya harga saham tersebut naik menjadi Rp.7.350,- dan dia menjualnya. Dia sangat kecewa, setelah tahu bahwa pada hari berikutnya lagi sesudah dia jual, harganya naik menjadi Rp.8.000,-. Investor lain yang tergolong kaya informasi (*informed investor*) mengungkapkan bahwa dia masih menahan untuk tidak menjual saham Semen Gresik yang dimilikinya, karena dia tahu banyak informasi tentang Perusahaan Semen Gresik.

Estimasi penjualan PT Semen Gresik naik disebabkan oleh meningkatnya permintaan atas produk semen. Di antaranya, meningkatnya permintaan dari Jasa Marga selaku perusahaan yang menangani proyek jalan *Jakarta Outer Ring Road* (JOR) yang mulai melanjutkan kembali aktivitasnya. Demikian pula meningkatnya kebutuhan produk semen karena mulai berjalannya proyek Surabaya-Madura (Suromadu). Penjualannya naik, maka keuntungan perusahaan naik dan pada gilirannya harga saham cenderung naik

Hadirin yang saya hormati

Berdasar uraian-uraian tersebut diatas dapat dirumuskan bahwa:

- \*Berinvestasi dengan ilmu adalah investor yang benar,
- \*Berinvestasi berbasis lingkungan pasar adalah investor yang cerdas,
- \*Berinvestasi atas dasar motivasi yang baik adalah investor yang mulia.

Bursa Efek Jakarta akan tumbuh dengan berkeadilan bila terisi oleh para investor yang benar, investor yang cerdas dan investor yang mulia.

### **Kesimpulan dan Implikasi**

Dalam kurun waktu lima tahun terakhir khususnya tahun 2004 Bursa Efek Jakarta mengalami pertumbuhan kinerja yang sangat tinggi. Liberalisasi transaksi perdagangan yang berkontribusi menciptakan pertumbuhan kinerja yang tinggi, untuk sementara merupakan suatu hal yang tidak dapat dihindari. Liberalisasi transaksi perdagangan

mendekatkan pasar modal kearah tujuan meningkatkan pertumbuhan yang optimal .

Pertumbuhan yang tinggi diikuti adanya ketidakseimbangan antara kinerja saham jangka pendek dan jangka panjang serta menimbulkan ketidakadilan dalam distribusi keuntungan di antara investor. Kesenjangan antara pertumbuhan dan kedilan tersebut terjadi karena adanya asimetri atau ketidakseimbangan di antara para pelaku pasar yaitu perusahaan, investor, dan otoritas bursa efek. Asimetri pada investor terutama terjadi antara investor institusional atau asing dengan investor individual atau domestik.

Investor yang cerdas adalah investor yang berilmu dan dapat membaca sinyal pasar dengan baik. Suara pasar merefleksikan kebenaran bila suara tersebut netral dari pengaruh pihak dominan pada pasar tersebut. Suara pasar yang berasal dari suara kelompok merupakan suara pasar sejati bila suara kelompok merupakan suara dari pertimbangan mandiri pada mekanisme kolektif. Suara pasar tidak selamanya benar ketika terjadi bias pasar.

Kunci penciptaan keadilan adalah pemberdayaan pada berbagai macam *stakeholder* dengan pendekatan partisipatif. Peningkatan komitmen perusahaan pada pasar merupakan pemberdayaan utama terhadap perusahaan. Kebijakan hutang sebagai bentuk peningkatan komitmen bukan merupakan pilihan yang terbaik sebagai tanggung jawab perusahaan pada pasar. Pilihan alternatif tersebut baru akan bermakna baik ketika kebijakan hutang tersebut dikaitkan dengan



terciptanya hasil lebih diatas pengorbanannya. Terciptanya hasil lebih akan berdampak positif terhadap pasar.

Pemberdayaan pada otoritas bursa terutama perlu diarahkan pada kualitas *sharing* informasi dan peningkatan kualitas sistem pendukung termasuk regulasi yang konsisten. Pemberdayaan kualitas *sharing* informasi diarahkan untuk mempersempit terjadinya asimetri informasi diantara berbagai macam *stakeholder* khususnya antara investor asing (institusional) dan investor domestik atau investor individual.

Pemberdayaan kepada para investor terutama diarahkan pada investor individual atau investor kecil dengan cara meningkatkan kompetensi mereka. Peningkatan kompetensi tidak hanya terbatas aspek pengetahuan dan keterampilan tetapi aspek kognitif sangatlah penting.

Implikasinya, peran pengembangan ilmu manajemen keuangan keperilakuan (*behavior finance*) menjadi sangat penting untuk dapat membaca perilaku investor dan perilaku pasar dan perilaku manajemen perusahaan. Pengembangan pendidikan dan penelitian pada keuangan keperilakuan menjadi sangat penting selain pendidikan dan penelitian pada bidang keuangan yang telah sebelumnya dilakukan. Pendalaman keuangan keperilakuan pada pasar modal khususnya berkaitan dengan *investor behavior*, *market behavior* dan *managent behavior*.

## **Pesan untuk Mahasiswa**

Izinkanlah saya memberikan pesan kepada para mahasiswa Fakultas Ekonomi UNDIP khususnya Program Studi Manajemen. Saudara merupakan pewaris, penerus, sekaligus tumpuan masa depan bangsa yang akan turut serta secara aktif dalam memperbaiki praktik-praktik manajemen di organisasi sektor publik maupun non-publik. Saudara dituntut memiliki tanggung jawab kepada masyarakat yang lebih besar daripada tanggung jawab kepada klien atau pemberi kerja, oleh sebab itu saudara dituntut memiliki integritas moral tinggi. Oleh karena itu, belajarlh lebih banyak aspek-aspek keuangan berperilaku sebagai bekal nanti kelak memasuki profesi ahli manajemen

## **Pesan untuk Dosen Muda**

Kepada adik-adik staf pengajar yang lebih muda, apa yang telah saya capai dengan modal semangat dan ketekunan ini semoga dapat lebih memacu prestasi saudara untuk lebih tekun mendalami bidang manajemen dan memberikan kontribusi nyata bagi perkembangan ilmu pengetahuan dan teknologi yang Anda tekuni. Saya percaya dengan semangat yang lebih baik, Anda sekalian akan lebih maju dan berprestasi dari saya.

*Ketua Senat, Sekretaris Senat, para anggota Senat, serta hadirin yang mulia, kini tiba gilirannya bagi saya untuk bersyukur dan menyampaikan ucapan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu saya dalam mencapai puncak karier akademik saya.*

Puji syukur saya panjatkan ke hadirat Allah SWT yang telah memberikan hidayah, kekuatan, rizki, dan ridho, sekaligus ujian bagi saya, selama saya meniti karier akademik di Universitas Diponegoro, sehingga saya dapat diangkat dan dikukuhkan menjadi Guru Besar pada hari ini. Ucapan terima kasih yang tulus dan penghargaan yang setinggi-tingginya saya sampaikan kepada Prof. Ir. Eko Budiardjo, MSc selaku Rektor/Ketua Senat Universitas Diponegoro dan pihak Universitas Diponegoro, yang telah memberikan kesempatan dan kemudahan kepada saya untuk mencapai jabatan Guru Besar ini.

Kepada Yth. Prof.Dr.H. Miyasto, S.U sebagai ketua *Peer Group*, Prof.dr.H. Soebowo, DSPA sebagai sekretaris Peer Group, dan Prof.Dr. Soejoedi Mangunwihardjo. Prof.Dr.dr. Suharjo Hadisaputro, Sp.PD(KTI), Prof.Drs. Y Warella, MPA,Ph.D., Prof.Dr. Lachmudin Sya'rani, Prof.Dr.Sudharsono MS, Prof.Drs.Soedjarwo, Prof.Ir.Joetata Hadihardaya, Prof.Drs. Imam Ghozali M.Com,Ph.D,Akt. sebagai anggota Peer Group, saya mengucapkan banyak terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya atas asupan dalam penyempurnaan pidato pengukuhan ini.

Kepada Almarhum Prof.Dr. Soewito, saya sekeluarga menyampaikan ucapan terima kasih yang setinggi-tingginya, karena di bawah naungan beliau saya dapat bekerja dengan tekun dan penuh motivasi, ketika saya masih menjabat Sekretaris TPSDM FE UNDIP sehingga program ini dapat berjalan sampai sekarang. Begitu juga saya ucapkan terima kasih kepada Bapak Drs. Mujirahardjo S.U selaku mantan Ketua Program ekstensi UNDIP yang telah menjalin kerja sama

yang sangat baik sewaktu saya menjabat sebagai Sekretaris Program Ekstensi UNDIP. Ucapan terima kasih yang setinggi-tingginya saya sampaikan kepada Bapak Prof.Drs.Imam Ghozali M Com.Phd.Akt dan Bapak Prof.Dr. Miyasto selaku Ketua dan mantan Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi UNDIP yang tak henti-hentinya beliau selalu mendorong saya untuk segera mengusulkan jabatan Guru Besar.

Ucapan yang setulus-tulusnya dan penghargaan yang setinggi-tingginya, pada hari yang penuh rasa syukur ini, saya sampaikan kepada para pahlawan tanpa tanda jasa, yaitu guru-guru dan dosen-dosen saya yang tidak dapat saya sebut satu per satu sejak saya bersekolah di SD Sidowayah II Klaten, di SMP Negeri IX Surakarta, di SMA Negeri I Surakarta, Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Universitas Airlangga Surabaya saat saya menempuh program doktor di Program studi Ilmu Ekonomi – Manajemen.

Terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya saya sampaikan kepada Rekan-rekan senior, rekan-rekan sebaya, maupun adik-adik junior saya, yang telah membantu saya dalam memantapkan dan memperluas pengetahuan dengan diskusi-diskusi yang menarik di bidang ekonomi, manajemen, khususnya keuangan keperilakuan. Demikian juga kepada panitia yang telah membantu terselenggaranya upacara pengukuhan ini, saya mengucapkan terima kasih dan penghargaan yang sebesar-besarnya. Selanjutnya dengan penuh rasa hormat dan cinta kasih saya mengucapkan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada almarhum bapak saya Achmad Baedowi dan almarhumah ibu Umi Warsiati yang telah berhasil membesarkan dan

mendidik anak-anaknya. Saya doakan semoga Bapak dan Ibu mendapat ampunan dari Allah SWT, dan memperoleh tempat yang baik disisi-Nya. Subhanallah, Allahumaghfirli waliwalidayya war hamhuma kama robbayani soghiro. Kepada saudara-saudara saya dan saudara-saudara ipar saya semua, saya ucapkan terima kasih pula atas doa dan dukungan moral yang senantiasa mengiringi saya dalam meniti karier akademik ini.

Kepada Bapak dan Ibu mertua saya Alamarhum dan Almarhumah Bapak dan Ibu H. Sahlan Basrie. Saya doakan semoga Bapak dan Ibu mendapat ampunan dari Allah SWT, dan memperoleh tempat yang baik disisi-Nya. Terima kasih dan penghargaan yang setinggi-tingginya khusus saya sampaikan kepada Istri tercinta, Siti Novita Erminati, dan anak-anak saya tercinta, Vandy Aulia Abkhari, Vidi Rachman Alma'l dan Riqi Radian Khasani yang telah memberikan doa, banyak berkorban untuk Bapak dan sangat mendukung karier saya. Semoga kita sekeluarga dianugerahi Allah keluarga yang sakinah, mawaddah dan rahmah.

Kepada semua pihak yang telah berjasa terhadap saya dalam meniti karier akademik ini, yang karena keterbatasan waktu tidak mungkin saya sebutkan satu per satu, saya juga mengucapkan beribu terima kasih.

*Yang terhormat Ketua Senat, para anggota Senat, serta para hadirin semuanya.*

Akhirnya saya sampaikan ucapan terima kasih atas kesediaanya dan kesabarannya mendengarkan pidato ini sampai selesai, disertai

permohonan maaf atas segala kekurangan dan perkataan yang barangkali kurang berkenan di hati. Terima kasih. Wassalamu'alaikum wa rakhmatullahi wa barakatuhu.

## DAFTAR PUSTAKA

- Akiko Kamesaka et al. (2004), "The Asian Crisis And Investor Behavior", ***School of Management***, Aoyama Gakuin University, Tokyo
- Arrow, Kenneth J (1985), "Then Economic of Agency," in Principle and Agents, J.W Boston : ***Harvard Business School Press***.74-79.
- Brower,(1995),"Empowering Teams :What,Why,and how", ***Empowermnt in Organization***, MCB University Press, vol 2,p.13-25.
- Cheung and Krinsky (1994), "Information Asymmetry and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Empirical Evidence," ***Journal of Business Finance and Accounting***, July 1994; p 739 – 746.
- Chan, M.W.L, Khanthavit, Anya, dan Thomas, Hugh (1996), "Seasonality and Cultural Influences on Four Asian Stock Markets", ***Asia Pacific Journal of Management***, Vol. 13
- Christoper, L, Gilbert (2000)," ***International Finance Architecture Capital Account Convertibility and poor developing countries***, Web: <http://www.econ.vu.nl/medewerkers/cgilbert/gei>
- Chiraphol N. Chiyachantana (2004)," The Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry and Trading: An Intraday Analysis," ***The Financial Review*** 39
- Dawson,SM.(1987)," Secondary Stock MarketPerformance Of Initial Public Offering Hongkong,Singapore,and Malaysia ,"***Jurnal Of Business Finance and Accounting , Vol.14o***
- Fama, Eugene F. (1991), Efficient Capital Market: ii, ***Journal of Finance*** Vol. XLVI; p30.
- Forsythe et al., (1992)," Anatomy of an Experimental Political Stock Market." ***The American Economic Review***

Horne.Van (1995) ,” **Financial Management and Policy**,” Prentice-HallInternational,Inc. USA.

[http://www.google.com/Adam Smith/Aristoteles/Ricardo](http://www.google.com/Adam%20Smith/Aristoteles/Ricardo).

Indra Gunawan dan Arum (2001),” Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana,” **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.16, No 2.

IOSCO (2004), “Islamic Capital Market Fact Finding Report: Report of The Capital Market Task Force, **Securities commission of Malaysia**.

Modul : Program Dasar Pembangunan Partisipatif (PDPP) , 2003, Perform-USAID, **Research Triangle Institute**

Kent Daniel (2001), “Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications,” **School of Management, Northwestern University**

Kim, J.B. Krinsky dan J. Lee (1993), *Motivies for Going Public and Underpricing: New Findings From Korea*”, **Journal of Business Finance and Accounting**, 20(2) January 1993, pp. 195–211.

Laura Bures and Magui Moreno Torres (2002), **Participatory Budgeting**, The World Bank Group, 2002.

Luthan,F (1995),” Organizational behavior,” seventh edition, Mc Graw Hill Book ;p 31-48

Lyle, Signe Spencer (2001),”**Competence of Works : Model for Superior Performance**,” John Wiley& Sons Inc.

Mayers,S,and N Majluf (1984), Corporate Financing and Invesment Decision , **Journal of Financial Economic**,13,187-221.



- Modigliani and Miller, The Cost of Capital , Corporation Finance , and The Theory of Investment ,” ***American Economic Review*** , Juni 1958 , 47, 261-297.
- Peter Blair Henry, (2000),” Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?,” Journal of Financial Economics, Graduate School of Business, Stanford University,
- Pierre L. Siklos dan Martin T. B ( 2005) ,” ***Trading Behavior During Stock Market downturns*** : The Dow, 1915 – 2004,” Department of Economics Wilfrid Laurier University Waterloo, Ontario Canada N2L 3C5
- Thomas , K.W (1990), “ Cognitive elements of empowerment : an interpretative model of intrinsic task motivation,” ***Academic of Management Review***,15,4,666-81.
- Richard P. Larrick,(2004) ,” Intuitions about Combining Opinions: Misappreciation of the Averaging Principle,” ***Conditional acceptance at Management Science*** (decision received April, 2004 )
- Ritter, Jay R. (1984), “The Host Issue Market of 1980,” ***Journal of Business***, April ;p3-27
- Ritter, Jay R. (1991), “The Long Run Performance of Initial Public Offerings,” ***Journal of Finance***, vol. 46; p 3 – 27.
- Ritter, Jay R. (2003),” Behavioral Finance,” ,” ***Pacific-Basin Finance Journal*** Vol. 11, No.4,.
- Sharpe, William f., Gordon, J. Alexander dan V. Bailey (1995), ***Investment***, Prentice Hall, New York.
- Sugeng Wahyudi (2004) ,” Perkembangan dan Prospek Pasar Modal di Indonesia tahun 2005 (Event Study : Pendekatan Management Strategik), ***Jurnal Bisnis Strategi***, Program MM UNDIP.

- Sugeng Wahyudi (2004),” Pengaruh Rasio Harga nilai Buku dan rasio Hutang Modal Sendiri Terhadap Return,” **Jurnal Media Ekonomi dan Bisnis**, Fakultas Ekonomi Undip .
- Sugeng Wahyudi (2005),” Pengaruh Umur Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Sebagai Assurance Terhadap Return Awal Saham,” **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**, STIE Trisakti )
- Sugeng Wahyudi (2005),” Apilkasi Metode Single Index Pada Penentuan Portofolio Investasi Tahunan Pada Saham LQ 45 Di BEJ,” **Jurnal Bisnis dan Ekonomi** – Vol.11 – No.2, Stikubank Semarang).
- Surowiecki (2005),” The **wisdom of Crowds : Why the Many Are Smarter Than the Few**,” ,Abacus, The united of America.
- Robert J. Shiller,(2002) , “From Efficient Market Theory to Behavioral Finance,” **Cowles Foundation For Research In Economics** , Yale University.
- Yogendra Timilsina (2001), “ Capital Market Develpoment and Stock price Behavior In Nepal,” **Economic Review: Occasional Paper**, Number 13
- Vernon L Smith (2003), “Constructivist and Ecological Rationality in Economics,” **The American Economic Review**.

## DAFTAR RIWAYAT HIDUP

### A. Data Pribadi

Nama : Sugeng Wahyudi  
Alamat : Gombel Permai VIII/211 Semarang  
Tempat / Tgl lahir : Klaten / 2 September 1951  
Agama : Islam  
Pangkat/golongan : Lektor Kepala / IV a  
Istri : Siti Novita Erminati  
Unit tugas : Fakultas Ekonomi Undip  
Telp, fax: 024 8449211/ 024 8449212  
Bidang keahlian : Manajemen strategik  
: Manajemen keuangan/pasar modal

### B. Riwayat Pendidikan:

- 1 Tahun 1980 lulus FE Undip Semarang.
- 2 Tahun 1996 Lulus Program MM Undip
- 3 Tahun 2004 (Maret) lulus program Doktor Unair

### C. Riwayat kepegawaian dan jabatan

Riwayat kepegawaian  
Pembina (Gol IV a) 1 Oktober 2001

Riwayat Jabatan:

1.Asisten Ahli Madya	1 Juni 1983
2.Asisten Ahli	1 April 1984
3.Lektor Muda	1 April 1986
4.Lektor Madya	1 Juni 1992
5.Lektor	1 Januari 2001 (Inpassing)
6 Lektor Kepala	1 Mei 2001
7.Guru Besar	1 Juli 2005

#### **D. Pengalaman Jabatan**

1. Pembantu Direktur bidang kemahasiswaan PAAP FE Undip 1981s/d 1983
2. Sekretaris bidang II Program Diploma II FE Undip 1983s/d 1985
3. Sekretaris Program Diploma III FE Undip 1985 s/d 1987
4. Financial officer LPIU SUDR-ADB Universitas Diponegoro 1992 s/d 1996
5. Sekretaris Program Ekstensi FE Undip 1998 s/d 2000
6. Sekretaris Program Ekstensi FE Undip 2001 s/d 2003
7. Sekretaris Program Doktor Ilmu Ekonomi Undip 2005 s/d 2006

#### **E. Pengalaman lainnya:**

Team Program Dasar Pembangunan Partisipatif PDPP (2002-2004), PERFORM-RTI-USAID, Provincial Advisor di Bappeda Propinsi Jawa Tengah.

#### **F. Tanda Penghargaan**

Satyalencana Karya Satya XX tahun dari Presiden Republik Indonesia tahun 2004.

#### **G. Pengalaman Kepengurusan di Jurnal Ilmiah**

Anggota editor jurnal “Studi Manajemen & Organisasi “ , Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.

## H. Publikasi dalam jurnal ilmiah Terakreditasi

1. Transfer Informasi harga Saham-saham Yang Listing Di Jakarta Stock Exchange dan new York Stock Exchange (Jurnal Bisnis Strategi, Program MM UNDIP)
2. Perkembangan dan Prospek Pasar Modal di Indonesia tahun 2005 (Event Study : Pendekatan Management Strategik) – (Jurnal Bisnis Strategi, Program MM UNDIP)
3. Pengaruh Umur Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Sebagai Assurance Terhadap Return Awal Saham (Jurnal Bisnis dan Akuntansi, STIE Trisakti, 2005)
4. Pengaruh Rasio Harga nilai Buku dan rasio Hutang Modal Sendiri Terhadap Return (Jurnal Media Ekonomi dan Bisnis, Fakultas Ekonomi Undip, 2004)
5. Apilkasi Metode Single Index Pada Penentuan Portofolio Investasi Tahunan Pada Saham LQ 45 Di BEJ (Jurnal Bisnis dan Ekonomi – Vol.11 – No.2 – Maret 2005, Stikubank).

**I. Publikasi Ilmiah Populer** : Pengisi tetap kolom “Analisis Pasar Modal” 2001- sekarang pada Harian Suara Merdeka.

- |                                      |                 |
|--------------------------------------|-----------------|
| 1. Mengamati Perilaku Investor Saham | 5 Februari 2001 |
| 2. Momentum Euforia Pasar            | Februari 2001   |
| 3. Strategi Ketika Harga Turun       | 12 Maret 2001   |
| 4. “Sense of Market” Para Spekulat   | 2 April 2001    |
| 5. Melihat Perkembangan Saham JII    | 23 April 2001   |

6.	Peluang Keuntungan Saham IPO	21 Mei 2001
7.	Mengamati Peran The Invisible Hand	4 Juni 2001
8.	Saham Pilihan Menuju Window Dressing	25 Juni 2001
9.	Privatisasi Saham BUMN	9 Juli 2001
10.	Resiko Politik dan Peluang Investor	23 Juli 2001
11.	Mengamati Kajian Peristiwa	6 Agustus 2001
12.	Pendekatan Balance Scorecard	3 September 2001
13.	Pemahaman Dimensi waktu, Penting	1 Oktober 2001
14.	Harga Saham sebagai harga Virtual	22 Oktober 2001
15.	Buy Back Naikkan Harga Saham	5 November 2001
16.	Kasus Gresik dan Teori Agency	12 November 2001
17.	Saham Kecil Itu Indah	26 November 2001
18.	Saham Marginal di Pengujung Tahun	10 Desember 2001
19.	Menunggu Datangnya "January Effect"	31 Desember 2001
20.	Mengamati Sinyal Stock Split	14 Januari 2002
21.	Perilaku Saham Warrant	21 Januari 2002
22.	Segmentasi Saham Potensial lapis Bawah	28 Januari 2002
23.	Korelasi Saham Lapis Atas dan Bawah	4 Februari 2002
24.	Refleksi Pola Pikir Nonlinear	18 Februari 2002
25.	Antisipasi Dampak Peristiwa	4 Maret 2002
26.	Enak Naiknya dan Lenggang Turunnya	18 Maret 2002
27.	Mengatasi Kesulitan Likuiditas	25 Maret 2002
28.	Resiko Investasi pada Saham	1 April 2002
29.	Indikator Kepercayaan Nasabah	9 April 2002
30.	Investasi di Reksa Dana	15 April 2002
31.	Good Governance: Perusahaan Sekuritas	22 April 2002
32.	Teori Sinyal dan IHSG	29 April 2002
33.	Investasi Obligasi Menguntungkan?	6 Mei 2002

34.	Perencanaan Kunci Keuntungan	13 Mei 2002
35.	Divestasi Indosat dan Anomali	20 Mei 2002
36.	Dampak Suatu Right Issue	27 Mei 2002
37.	Diversifikasi Domestik Go Internasional	3 Juni 2002
38.	Hubungan Kurs Rupiah dan IHSG	10 Juni 2002
39.	Produk Derivatif Pemanis Bursa	17 Juni 2002
40.	Survive Saat IHSG Turun	24 Juni 2002
41.	Distorsi Faktor Non Ekonomi	1 Juli 2002
42.	Peluang Terjadi Abnormal Return	8 Juli 2002
43.	Harga Saham di Indonesia Murah?	15 Juli 2002
44.	Green Shoe, Pegging, Stabilkan Harga	22 Juli 2002
45.	Laporan Keuangan dan Misprice	29 Juli 2002
46.	Investor yang Profesional	5 Agustus 2002
47.	Mengapa Senin Sering Kelabu?	12 Agustus 2002
48.	Makna ujian Kecakapan Profesi	26 Agustus 2002
49.	IPO dan Investor Kecil	19 Agustus 2002
50.	Pengaruh Usia terhadap Kinerja	2 September 2002
51.	Kinerja Keuangan dan Harga Saham	9 September 2002
52.	Reaksi terhadap Bursa Sepi	16September2002
53.	Variabel Dummy dan IHSG	23 September2002
54.	Makna Pembelian Selektif	30 September2002
55.	Sensitivitas Laporan Triwulan	7 Oktober 2002
56.	Peristiwa Perang dan Bearish	14 Oktober 2002
57.	Waspada! Globalisasi Pasar	21 Oktober 2002
58.	Taktik Mencari Saham Baru	4 November 2002
59.	Under Valued dan Over Valued	11 November 2002
60.	Chow Test Saham Astra	18 November 2002
61.	Memilih Saham Peka Dolar	25 November 2002

62.	Kesabaran Berbuah Keuntungan	2 Desember 2002
63.	Peluang January Effect	9 Desember 2002
64.	Rezeki dan Window Dressing	16 Desember 2002
65.	Prospek Bursa Tahun 2003	23 Desember 2002
66.	Titik Kritis di Awal Tahun	6 Januari 2003
67.	Amati “Bullish” secara Selektif	13 Januari 2003
68.	Bursa dengan Unsustainable Profit	20 Januari 2003
69.	Keuntungan Investasi Reksadana	27 Januari 2003
70.	Menyikapi Pasar Sedang Bearish	3 Februari 2003
71.	Pendekatan Strategi Kontingensi	17 Februari 2003
72.	Rule of Thumb dari Pemain Alam	24 Februari 2003
73.	Suro dan Pengembangan Bursa	3 Maret 2003
74.	Goyangan Saham Green Shoe	10 Maret 2003
75.	Dikotomi dan Peluang Pasar	17 Maret 2003
76.	Perang dan Harga Saham	24 Maret 2003
77.	Saham Sensitif di Masa Perang	31 Maret 2003
78.	Taktik Trading pada Masa Perang	10 April 2003
79.	Adakah Dansa di Bursa Efek?	14 April 2003
80.	Kewajaran Harga Saham	21 April 2003
81.	Efek Contagion dan Efek Kompetitif	28 April 2003
82.	Investasi Obligasi Menguntungkan ?	6 Mei 2003
83.	Pembagian Dividen dan Harga Saham	12 Mei 2003
84.	Risiko dan Assurance di Bursa Saham	19 Mei 2003
85.	Mewaspada Taktik Dagang Sapi	26 Mei 2003
86.	Proporsi Kepemilikan dan Return	2 Juni 2003
87.	Pengukuran Return Saham IPO	9 Juni 2003
88.	Peristiwa Bom dan Event Study	5 Mei 2003
89.	Initial Return Saham Pasca-IPO	16 Juni 2003



90.	Kompetensi Seorang Investor	23 Juni 2003
91.	Penjamin Emisi dan Keuntungan Perdana	30 Juni 2003
92.	Makna partisipatif di Pasar Modal	7 Juli 2003
93.	Prospektus dan Ramalan Laba	14 Juli 2003
94.	Green Shoe dan Keuntungan Perdana	21 Juli 2003
95.	Mengamankan Keputusan	28 Juli 2003
96.	Data Menjadi Informasi	4 Agustus 2003
97.	Retensi dan Saham Peka Bom	14 Agustus 2003
98.	Analisis <i>Stakeholder</i> Pengembangan Bursa	19 Agustus 2003
99.	Country Risk dan Harga Saham	8 September 2003
100.	Strategi FIFO dan Optimisme Pasar	15 September 2003
101.	Keuntungan yang Abnormal	23 September 2003
102.	Pasar Modal Syariah	29 September 2003
103.	Pasar Modal dan Obligasi Syariah	6 Oktober 2003
104.	Pasar Modal dan Reksadana Syariah	13 Oktober 2003
105.	Menyongsong IPO Saham Bank BRI	22 Oktober 2003
106.	Perilaku Investor Pasca IPO BRI	27 Oktober 2003
107.	Asimetri Informasi dan Equilibrium	10 November 2003
108.	Makna Teori Balancing	8 Desember 2003
109.	Kinerja Bursa pada Pergantian Tahun	22 Desember 2003
110.	Semangat Idul Fitri dan Kinerja Saham	1 Desember 2003
111.	Makna Teori Balancing	8 Desember 2003
112.	Harga Saham dan Nilai buku	16 Desember 2003
113.	Kinerja Bursa pada Pergantian Tahun	29 Desember 2003
114.	Strategi Menyikapi Bursa Tahun 2004	12 Januari 2004
115.	Strategi Keunggulan Harga Rendah	19 Januari 2004
116.	Peristiwa dan Risky Investment	26 Januari 2004
117.	Isu Strategis SBI dan Flu Burung	9 Februari 2004

118. Pemilu, Kurs Rupiah dan Harga Saham	24 Februari 2004
119. Karakteristik Emiten dan Return Saham	8 Maret 2004
120. Sinyal Rasio Harga Nilai Buku dan Return	15 Maret 2004
121. Pengaruh Rasio Hutang Terhadap Kinerja	22 Maret 2004
122. Transformasi Ancaman Menjadi Peluang	29 Maret 2004
123. Rasionalitas Investor dan Efisiensi Pasar	5 April 2004
124. Adakah kekuatan Membayangi Bursa	12 April 2004
125. Harapan Ditengah Kekhawatiran	19 April 2004
126. Stock Split Saham Pelopor Pasar	26 April 2004
127. Saham Pilihan Kelompok LQ 45	4 Mei 2004
128. Pengaruh Bursa Paralel Terhadap BEJ	10 Mei 2004
129. Sinyal Kuning di BEJ	17 Mei 2004
130. Resiko dan Pengembangan Bursa	31 Mei 2004
131. Pola Investor dan Resiko	7 Juni 2004
132. Peristiwa Politik sebagai Laten Variabel	14 Juni 2004
133. Locus of Control dan Kinerja Bursa	21 Juni 2004
134. Level Psikologos Periode Pemilu	28 Juni 2004
135. Prediksi Bursa antara Dua Pemilihan Presiden	12 Juli 2004
136. Holding Period : Perencanaan ,Keyakinan	19 Juli 2004
137. Pilsam dan Keuntungan Bagi Pasar	26 Juli 2004
138. Kebijakan Deviden dan Stock Split	2 Agustus 2004
139. Gurih dan Panas Minyak di Bursa	9 Agustus 2004
140. Kemerdekaan, keadilan dan pemberdayaan	16 Agustus 2004
141. Keadilan Dalam Distribusi Saham	23 Agustus 2004
142. Pengetahuan, pengalaman dan Pemberdayaan	30 Agustus 2004
143. Capital gain, Deviden dan Stock Split	6 September 2004
144. Peristiwa Bom Kuningan	14 September 2004
145. Bursa Pasca Pemilihan Presiden	20 September 2004

146. Penggerak Pasar Pada Saham Kecil	27 September 2004
147. Faktor Independen, Mediating dan Kinerja Bursa	4 Oktober 2004
148. Dua Model Analisis Portofolio Optimal	11 Oktober 2004
149. Kesabaran Membuahkan Keberuntungan	18 Oktober 2004
150. Ujian Pertama Pasar Pasca Pemilu	25 Oktober 2004
151. Bursa Merindukan Persatuan	1 November 2004
152. Pola investasi dan pengembangan	9 November 2004
153. Rasa Syukur dan keunggulan Bursa	22 November 2004
154. Investasi obligasi Pemerintah	29 November 2004
155. Laju Pertumbuhan Pasar	6 Desember 2004
156. Perlu Preventive Action	20 Desember 2004
157. BEJ Paling Menjanjikan Keuntungan	27 Desember 2004
158. Kinerja bursa tahun 2004	03 Januari 2005
159. Hikmah Peristiwa Stunami	10 Januari 2005
160. Karakteristik Investor	17 Januari 2005
161. Pengukuran Keuntungan	31 Januari 2005
162. Mencari Bentuk Harga Keseimbangan	07 Februari 2005
163. Semangat hijrah dan Pengembangan	14 Februari 2005
164. Diantara BEJ dan BES	21 Februari 2005
165. Kegembiraan Pasar	28 Februari 2005
166. Risiko Investasi	06 Maret 2005
167. Kinerja pasar modal dan pasar uang	07 Maret 2005
168. Komitmen Perusahaan	14 Maret 2005
169. Diversifikasi Pasar	21 Maret 2005
170. Bursa Tak suka ketidakpastian	28 Maret 2005
171. APBN dan Kinerja Bursa	04 April 2005
172. Keuntungan dan Risiko	11 April 2005
173. Dampak Makro Ekonomi Global	18 April 2005

174. Variabel Lag dan Jangka Waktu	25 April 2005
175. Makro Global dan Nasional	9 Mei 2005
176. Manajemen Error : Kasus Bank Mandiri	16 Mei 2005
177. Analisis Fundamental Makro	23 Mei 2005
178. Analisis Fundamental Industri	30 Mei 2005
179. Papan atas dan Papan Pengembangan	06 Juni 2005
180. Analisis Jakarta Islamic Index	13 Juni 2005
181. Investasi Asing dan Keuntungan	20 Juni 2005
182. Perilaku Pasar	27 Juni 2005
183. Kurs Mata Uang dan Bursa	04 Juli 2005
184. ESOP,MSOP dan Holding Period	11 Juli 2005
185. Reksa Dana Aspal	18 Juli 2005
186. Psychology Investor	24 Juli 2005
187. Mewaspadaai Harga Minyak	08 agustus 2005
188. Net Selling Ketika support	15 agustus 2005
189. Paritas Tingkat Bunga dan Kinerja Bursa	22 agustus 2005
190. Perilaku Pasar dan diposition Effect	04 September 05
191. Redemption Reksa dana	12 September 05
192. Keuangan aspek Perilaku	19 September 05
193. Kesiapan Bursa Kenaikan BBM	26 September 05
194. Paska Peristiwa Kenaikan BBM	03 Oktober 2005
195. Motivasi syariah dan Bursa	10 Oktober 2005
196. Sekilas Wajah efisiensi Pasar	17 Oktober 2005
197. Perilaku Ketika Bursa Menurun	24 Oktober 2005
198. Kinerja Bursa; linflasi atau Bunga?	14 November 05
199. Pengaruh Lebaran dan Mood Investor	21 November 05
200. Mengamati Strategi Buy Back	28 November 05