

**Siklus Bursa Saham:
Sebuah Penelitian Empiris di BEJ Januari 1988 – 2004**

Oleh:

DR. Adler Haymans Manurung, RFC. ChFC.

**Direktur Fund Management
PT Nikko Securities Indonesia**

**Kertas Kerja PT Nikko Securities Indonesia
Januari 2004**

Siklus Bursa Saham:

Sebuah Penelitian Empiris di BEJ Januari 1988 – 2004

Oleh: DR. Adler Haymans Manurung

Abstrak

IHSG telah mencapai puncaknya yaitu pada level 1000 dan merupakan level terbaru dari IHSG selama ada pasar modal. Selanjutnya, siklus dari IHSG atau bisa disebut Siklus Bursa Saham perlu dipelajari melalui sebuah penelitian empiris. Metode dekomposisi digunakan untuk mendapatkan melihat siklus bursa saham Indonesia. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa Siklus Bursa saham masih terus mengalami kenaikan sampai pada level tertentu karena arah kenaikan sekarang belum menyentuh level siklus terendah dari yang tertinggi telah terjadi selama 15 tahun terakhir.

Keywords: Bursa Saham, IHSG, Dekomposisi, siklus, trend, musiman.

Siklus Bursa Saham: Sebuah Penelitian Empiris di BEJ Januari 1988 – 2004

Oleh: DR. Adler Haymans Manurung¹, ChFC, RFC.

Pendahuluan

Bursa Saham Indonesia telah berdiri sejak tahun 1982 dan saat ini telah memasuki tahun ke 25. Selanjutnya, Pemerintah mengeluarkan kebijakan di sektor keuangan pada tahun 1988 dan membuat perubahan yang cukup besar di sektor keuangan terutama di Bursa Saham. Persyaratan sebuah emiten untuk masuk ke bursa sedikit lebih ringan dan asing diperbolehkan melakukan transaksi di Bursa sampai pada level 49 persen dari seluruh kepemilikan saham di perusahaan. Kebijakan ini membuat bursa mengalami peningkatan baik dalam transaksi maupun dilihat dari segi IHSG yang mencapai lebih 400. Kebijakan Pemerintah dibidang moneter dan fiskal serta pertumbuhan bursa regional maupun bursa-bursa yang sedang berkembang membuat bursa mengalami penurunan.

Krisis ekonomi dan moneter yang dimulai dari Thailand, Korea dan terimbas ke Indonesia membuat IHSG drop ke level 300 dan nilai tukar US dollar terhadap rupiah mencapai Rp. 16.000. Dalam krisis IHSG berfluktuasi dan sembilan bulan terakhir IHSG telah mencapai level tertinggi diatas 800 dimana selama krisis pada tahun 1997 terjadi level tertinggi 741. Selanjutnya, IHSG tersebut menembus level 900 pada tahun 2004 dan di ujung tahun 2004 IHSG menembus 1.000 walaupun pada bulan Desember pernah menembus level ini dan kembali drop. Pergerakan IHSG ini dapat diperhatikan mengikuti siklus dan sejak tahun 1988 dapat dikatakan telah terjadi beberapa kali siklus. Siklus ini perlu juga diperhatikan secara seksama untuk mengetahui siklus yang berikutnya.

Para Peneliti di luar negeri terutama untuk negara-negara maju yang telah mempunyai bursa cukup modern telah mempunyai siklus dan memberikan hasil mengenai siklus bursanya. Siklus harga saham di Bursa Singapura telah diteliti dengan menggunakan indeksnya yang dikenal STI. Hasil yang diperoleh bahwa STI mengikuti siklus yang pernah diungkapkan oleh Nabi Yusuf ketika Mesir mengalami kelimpahan selama 7 tahun dan mengalami kelaparan selama 7 tahun. Sim (2004) menemukan bahwa siklus STI di Singapura bahwa dari titik terendah sampai titik tertinggi dibutuhkan 7 tahun lamanya dan sama juga dibutuhkan 7 tahun dari titik tertinggi sampai titik terendah.

Tulisan ini akan membahas siklus IHSG di BEJ.

Tujuan Penelitian

Penelitian bertujuan sebagai berikut:

1. Menggambarkan pergerakan IHSG sejak Januari 1988 sampai dengan Desember 2004.
2. Memberikan gambaran periode pasar bullish dan bearish selama periode Januari 1988 sampai dengan Desember 2004.

¹ Penulis adalah Direktur Fund Management PT Nikko Securities Indonesia dan Dosen Pascasarjana serta MM FEUI.

3. Memberikan gambaran siklus bursa saham selama periode Januari 1988 sampai dengan Desember 2004.
4. Menambah wawasan investor dalam melakukan investasi.
5. Menambah sumber referensi dalam penelitian di pasar modal Indonesia.

Metodologi Penelitian

Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini yaitu data harian dan bulanan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta sejak Januari 1988 sampai dengan Desember 2004. Indeks Harga Saham Gabungan dihitung sebagai berikut:

$$IHSG_t = \frac{\sum_{i=1}^n Q_{0,i} P_{t,i}}{\sum_{i=1}^n Q_{0,i} P_{t-1,i}} \times 100 \quad (1)$$

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t.

$Q_{0,i}$ = Jumlah saham tercatat untuk saham ke i pada periode dasar (0).

$P_{t,i}$ = Harga saham ke I pada periode t.

$P_{t-1,i}$ = Harga saham ke I pada periode t-1.

Metodologi

Metode dekomposisi merupakan salah satu metoda yang mencoba memisahkan data kepada beberapa karakteristik yaitu karakteristik ekonomi dan series bisnis. Karakteristik tersebut yaitu trend, siklus dan faktor musiman, sehingga sebuah data dapat diuraikan sebagai berikut²:

$$\begin{aligned} \text{Data} &= \text{pola} + \text{error} \\ &= f(\text{trend, siklus, musiman}) + \text{error}. \end{aligned}$$

Metode dekomposisi merupakan metode yang paling tua dan dipergunakan oleh para ekonom dalam mengidentifikasi dan mengendalikan siklus bisnis. Secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$X_t = f(I_t, T_t, C_t, E_t) \quad (2)$$

Dimana

² Makridarkis, Spyros; Wheelwright Steven C. and Victor E McGee (1983); *Forecasting: Methods and Applications*, 2nd eds.; John Wiley & Sons, Singapore., p. 131

X_t = data runtun waktu pada periode t
 I_t = komponen musiman pada periode t
 T_t = komponen trend pada periode t
 C_t = komponen siklus pada periode t
 E_t = komponen error atau random pada periode t

Salah satu metode dekomposisi yang dipergunakan yaitu ratio to Moving Averages dimana pertama kali metode ini menghilangkan trend-cycle dari data. Moving Average merupakan hasil perkalian trend dan siklus sehingga yang dihasilkan adalah musiman dan error. Persamaannya sebagai berikut:

$$X_t = I_t * T_t * C_t * E_t$$

$$M_t = T_t * C_t \quad (3)$$

$$X_t = (I_t * T_t * C_t * E_t) / M_t = I_t * E_t \quad (4)$$

$$M_t = (T_t * C_t) / T_t = C_t \quad (5)$$

Dengan rumusan tersebut, akan dibuat siklus IHSG di BEJ.

Siklus

Sim (2004) mengutip Dewey (1974) yang dikenal sebagai Bapak dari Analisis Siklus mendefinisikan siklus sebagai berikut:

“The tendency of events to repeat themselves at more or less uniform intervals ... the pulsations of distant stars ... the prevalence of sunspots ... the weather condition ... the abundance of mammals, birds, insects and fish, and the prices of [commodities, currencies and] securities.”

Sehingga siklus merupakan pergerakan dari sebuah data yang akan berulang di masa mendatang.

Siklus dapat diklasifikasikan kedalam tiga jenis yaitu:

1. Siklus simetris – terjadi pada fenomena alam seperti dalam biologi, kimia, astronomi dan fisika. Pengulangan bentuk terjadi persis dalam bentuk panjang dan lekukan serta magnitudnya. Siklus ini dapat diperhatikan pada Grafik dibawah ini.
2. Siklus tidak simetris – ditunjukkan fenomena siklikal di dalam data ekonomi dan dunia bisnis. Pola atau bentuk siklus ini tidak beraturan dalam lekukannya, magnitudnya dan waktu pada puncak dan rendahnya. Siklus ini dapat ditunjukkan oleh Grafik berikut.

3. Siklus Kombinasi – ditunjukkan oleh dua atau lebih siklus pada waktu yang sama. Sebuah deretan siklus yang lebih kecil dikombinasikan untuk membentuk siklus yang lebih besar. Siklus yang periode lebih panjang akan membentuk trend. Para pialang (traders) dapat menggunakan deretan siklus kecil yang meningkat untuk menunjukkan adanya sebuah trend yang meningkat (bullish) dan sebaliknya deretan siklus kecil yang menurun menunjukkan pasar sedang mengalami penurunan (bearish) tetapi biasanya pialang memfokuskan pada dominasi siklus yang lebih besar.

Siklus dapat diukur oleh magnitud (derajat lekukan keatas atau kebawah) dan panjangnya dalam ukuran waktu yaitu hari, minggu, bulan atau tahunan. Panjangnya siklus dapat diukur oleh dua lekukan puncak (peaks) atau diantara dua lekukan rendah (bottom/troughs). Untuk mengukur lamanya siklus dapat menggunakan rata-rata data masa lalu atau merata-ratakan seluruh lamanya siklus pada penelitian yang dilakukan yaitu IHSG atau komoditi atau variabel yang diteliti. Struktur siklus dapat disusun yaitu adanya lekukan paling bawah yang dikenal dengan trough dan pergerakan keatas (upswing) diukur dari terendah sampai tertinggi dan paling atas dikenal dengan puncaknya (peak) dan pergerakan turun (downswing) yang diukur dari peak ke trough. Lamanya Sebuah siklus diukur dari peak ke peak atau dari trough ke trough.

Analisis

Perkembangan Bursa Saham Indonesia

Bursa Efek Jakarta adalah sebuah pasar saham yang masih bayi dan sering disebut pasar yang masih berkembang yang terdapat di negara-negara yang sedang berkembang. Hal ini terlihat dari transaksi perdagangannya masih cukup kecil sekitar Rp. 290 milyar atau US\$ 130 juta dimana pada tahun 1992 hanya US\$ 30 juta (Far Eastern Economic Review, 17 Juni 1992). Feldman dan Kumar (1995, p. 187) menyatakan bahwa bursa saham di Indonesia termasuk bursa yang mempunyai kategori volatility sedikit kecil. Disamping itu, terjadi peningkatan aktifitas perdagangan yang cukup tinggi dan juga jumlah yang saham ditawarkan, kapitalisasi pasar yang masih rendah serta adanya ketertarikan dalam pengembangan mekanisme transfer risiko seperti modal dan instrumen hedging dalam bentuk mata uang yang semakin meningkat. Sebagai pasar yang emerging, bursa saham Indonesia, khususnya Bursa Efek Jakarta, merupakan bursa yang memiliki kapitalisasi pasar yang terendah kedua dan paling rendah dalam hal persentase terhadap GDP pada tahun 1983. Pada tahun 1992 masih termasuk kelompok yang paling rendah (lihat Tabel 1). Bila dipergunakan data tahun 1999 maka Bursa Efek Jakarta masih dianggap mempunyai kapitalisasi pasar yang rendah serta dilihat dari persentase terhadap GDP juga masih rendah. Rendahnya kapitalisasi pasar Bursa Efek Jakarta juga dipengaruhi oleh Indonesia masih mengalami krisis pada tahun tersebut dan harga saham-saham di Bursa Efek Jakarta juga cukup rendah dipengaruhi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ mengalami kerugian diakibatkan nilai kurs dollar terhadap Rupiah yang meningkat tajam sehingga kerugian kurs yang cukup besar.

Beberapa penelitian yang telah dilakukan dan memberikan hasil bahwa Bursa Efek Jakarta secara umum tidak dapat menerima teori yang dikemukakan oleh Fama (1970) yang menyatakan bahwa bursa harus mengikuti tiga bentuk efisiensi pasar. Husnan (1991) melakukan penelitian untuk Bursa Efek Jakarta mengenai efisiensi dengan menggunakan data pada tahun 1990. Pengujian dilakukan dengan menguji autokorelasi harga dan teknik runs test pada 24 saham yang tercatat sebelum deregulasi dilakukan pada tahun 1988. Hasilnya menyatakan bahwa terjadi peningkatan efisiensi pada bentuk lemah. Selanjutnya, Husnan (1992) menulis artikel mengenai efisiensi pasar modal Indonesia yang dilihat dari secara mikro dan secara makro dengan menggunakan data tahun 1990. Kesimpulannya menyatakan bahwa telah terjadi peningkatan dalam efisiensi lemah, tetapi tidak untuk efisiensi yang setengah kuat. Manurung (1994a) melakukan penelitian terhadap efisiensi pasar BEJ dan memberikan kesimpulan bahwa BEJ tidak efisien dalam bentuk lemah (weak-form efficient) dan juga bentuk setengah kuat (semi-strong efficient). Kemudian, Affandi dan Utama (1998) melakukan penyelidikan terhadap Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan Cumulative Average Abnormal Return dalam kerangka menguji pengumuman laba dengan stock return yang juga dikenal pasar efisien dalam bentuk setengah kuat untuk periode 1996 dan 1997. Hasil kesimpulan dari penelitian tersebut yaitu Bursa Efek Jakarta belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat. Hermanto (1998) juga memberikan hasil yang sama untuk ketidakefisienan Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan kointegrasi dan menambahkan adanya peubah tambahan yaitu peubah makro moneter seperti nilai kurs Dollar terhadap Rupiah dan Uang beredar (M2). Jasmina (1999) melakukan penyelidikan terhadap efisiensi Bursa Efek Jakarta dalam bentuk lemah yang menggunakan Run Test, Autocorrelation Test dan Variance Ratio test untuk January 1990 sampai dengan Desember 1996. Kesimpulannya yaitu Bursa Efek Jakarta tidak memenuhi untuk pasar yang efisien bentuk lemah. Selanjutnya, Suha (2004) juga melakukan penelitian terhadap BEJ dengan menggunakan data tahun Januari 1999 sampai dengan Mei 2004. Hasil yang diperoleh bahwa IHSG harian tidak bersifat acak dan juga berkorelasi antar waktu sehingga BEJ disebutkan tidak memenuhi pasar efisien bentuk lemah.

Sejarah Bursa

Pasar modal di Indonesia pertama kali dibuka oleh pemerintah Belanda pada permulaan tahun 1900, ketika Indonesia masih dijajah oleh Belanda. Pemerintah Belanda mengelola pasar modal sampai tahun 1940. Periode 1945 sampai 1952 disebut *periode darurat* dan pada saat itu tidak ada bursa yang dibuka. Bursa-bursa tersebut ada di Batavia (sekarang Jakarta), Surabaya (Jawa Timur), Semarang (Jawa Tengah). Kemudian bursa saham tersebut ditutup sejak 10 Mei 1940 sampai tahun 1952 dikarenakan adanya perang dunia kedua.

Tabel 1: Kapitalisasi Pasar Beberapa Negara

Negara	1 9 8 3		1 9 9 2		1 9 9 9	
	Milyar US \$	% dari GDP	Milyar US\$	% dari GDP	Milyar US\$	% dari GDP
A S I A						
Bangladesh	0.05	.40	.30	1.30		
China	na	na	18.30	4.20	330.70	
Hongkong	17.10	70.80	172.10	177.00	609.09	n.a.
India	7.20	3.50	65.10	26.70	184.61	
Indonesia	0.01	.10	12.00	9.30	64.09	45.40
Japan	565.20	47.60	2,399.00	65.40	4,546.94	104.70
Korea	4.40	5.30	107.40	36.20	308.53	75.20
Malaysia	22.80	76.10	94.00	163.30	145.45	177.70
Pakistan	1.10	3.70	8.00	15.80	6.97	
Philippines	1.40	4.30	13.80	26.20	48.11	54.30
Singapore	15.50	89.20	48.80	106.00	198.41	233.20
Sri Lanka	na	na	1.40	14.50	1.58	10.10
Taiwan	7.60	14.50	101.10	48.90	375.99	
Thailand	1.50	3.80	58.30	55.40	58.39	44.20
Negara Besar Bukan Asia						
Canada	141.00	42.80	243.00	42.70	800.91	122.40
France	38.10	7.20	350.90	26.50	1,475.46	111.10
Germany	82.60	12.60	348.10	17.90	1,432.19	72.10
Italy	21.00	5.00	115.30	9.40	728.27	66.10
United Kingdom	225.80	48.90	838.60	79.80	2,933.28	198.30
United States	1,898.10	55.70	4,757.90	78.80	16,635.11	180.80

Sumber: 1. Feldman, R. A. and M. S Khumar (1995); Emerging Equity Market: Growth, Benefits, and Policy Concerns; World Banks Research Observer, Vol. 10, No. 2, pp. 181 – 200.

2. Sumber lainnya.

Bursa kembali dibuka pada tanggal 3 Juni 1952, dimana efek yang diperdagangkan sebagian besar berasal dari emisi efek yang terdahulu. Pemerintah Indonesia menerbitkan obligasi pada tahun 1950. Pada tahun 1954 sampai tahun 1956, Bank Industri Negara juga menerbitkan obligasi yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.

Pada tahun 1958, pemerintah Indonesia menasionalisasikan seluruh perusahaan-perusahaan milik Belanda. Disamping itu, pemerintah sedang sibuknya untuk

memasukkan Irian Jaya sebagai propinsi yang terakhir untuk bergabung dengan Indonesia. Hal ini membuat sedikit kemuduran dalam bursa saham.

Selanjutnya, sejak pemerintah Orde Baru mengendalikan pemerintahan terjadi perubahan karena perekonomian mengalami perbaikan dengan ditunjukkan inflasi mengalami penurunan dari tingkat enam ratus ke tingkat yang lebih rendah. Masyarakat mulai melakukan menabung dalam bentuk deposito dimana pemerintah juga memberikan izin untuk mendirikan Lembaga Keuangan Non-Bank pada tahun 1973 dalam rangka penghimpunan dana pembiayaan proyek-proyek jangka panjang. Pada tahun 1974, pemerintah memperkenalkan Inter Bank Call Money untuk lalu lintas dana antar bank dan lembaga keuangan.

Melalui Keputusan Presiden No. 52 pada tahun 1976 dikeluarkan petunjuk untuk mendirikan suatu Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). Disamping itu pemerintah juga mengeluarkan Peraturan Pemerintah No. 25 dalam rangka pendirian PT Dana Reksa, dimana perusahaan yang melakukan emisi saham sebagian sahamnya akan dibeli PT Dana Reksa tersebut.

Selanjutnya, pemerintah mulai mengaktifkan pasar modal dengan adanya BAPEPAM dan PT Dana Reksa. Pada tanggal 10 Agustus ditetapkan sebagai tanggal lahirnya Pasa Modal di Indonesia. Pada periode 1977-1987, Pasar Modal tidak banyak mengalami perkembangan. Bursa Efek Jakarta hanya berhasil menghimpun dana sebesar Rp 130 miliar dari saham dan Rp 535 juta dari 3 perusahaan yang menerbitkan obligasi pada periode ini.

Periode selanjutnya, pemerintah mulai merasakan betapa pentingnya pasar modal sebagai alternatif pembiayaan selain perbankan. Pada tanggal 24 Desember 1987, pemerintah mengeluarkan sebuah paket deregulasi dalam bidang pasar modal yang lebih dikenal dengan nama Pakdes 1987. Adapun beberapa kebijaksanaan yang penting untuk mendorong pasar modal dalam paket tersebut yaitu:

- a. Persyaratan laba minimum 10% dari modal sendiri dihapuskan. Hal ini memberikan keringanan kepada perusahaan untuk melakukan penawaran ke publik, karena perusahaan dapat melakukan penawaran bila mengalami keuntungan dalam tiga tahun terakhir. Disamping itu, Bapepam tidak lagi melakukan penyelidikan ke tempat perusahaan sebagai bahan evaluasi Bapepam.
- b. Investor asing diikutsertakan untuk berpartisipasi dalam mengembangkan pasar modal dengan mengizinkan asing dapat membeli saham di bursa sebesar 49% dari saham yang dicatatkan perusahaan yang bersangkutan.
- c. Diperkenalkan saham atas unjuk disamping saham atas nama yang dikenalnya sebelumnya. Bila investor ingin melakukan menjadi namanya tercatat dalam saham maka investor dapat melakukan registrasi melalui biro administrasi efek.
- d. Diberikan kesempatan untuk mendirikan bursa paralel yang dikelola swasta yaitu Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek.
- e. Dihapuskannya ketentuan batas maksimum fluktuasi harga 4% dalam perdagangan selama satu hari.

Kebijaksanaan ini masih belum memberikan manfaat langsung kepada pasar modal karena perusahaan yang terdaftar masih 24 perusahaan sampai akhir tahun 1988. Hal ini dikarenakan perusahaan sedang belajar melakukan penawaran saham ke publik.

Selanjutnya, pada bulan Oktober 1988, pemerintah kembali mengeluarkan sebuah kebijaksanaan yang dikenal Pakto 1988. Kebijaksanaan penting dalam paket deregulasi ini sebagai berikut:

- a. Mengenakan pajak penghasilan terhadap bunga deposito berjangka, sertifikat deposito dan tabungan, sehingga tidak ada lagi diskriminasi dimana sebelumnya hanya dividen dikenakan pajak.
- b. Pemerintah memberikan pembatasan kredit maksimum kepada nasabah perorangan dan nasabah group yaitu secara berturut-turut tidak melebihi 20% dan 50% dari modal sendiri bank pemberi kredit.
- c. Ditetapkan persayaran modal minimum untuk mendirikan bank umum swasta nasional, dimana bank yang belum memenuhi syarat dapat memanfaatkan pasar modal untuk memenuhi modal setornya.

Pengguliran paket deregulasi ini belum memberikan dampak kepada pasar modal karena jumlah perusahaan terdaftar masih tetap sebanyak 24 perusahaan.

Dalam tahun 1988 ini, pemerintah kembali mengeluarkan sebuah paket deregulasi pada bulan Desember yang dikenal dengan nama Pakdes 1988 yang memuat kebijakan yang berhubungan dengan pasar modal sebagai berikut:

- a. Pemerintah memberi kesempatan kepada swasta untuk membuka dan menyelenggarakan bursa di beberapa kota besar di luar Jakarta, misalnya Surabaya, Semarang dan Medan.
- b. Pemerintah memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk mencatatkan seluruh saham yang dimiliki di Bursa saham walaupun hanya sebagian ditawarkan melalui penawaran perdana.

Setelah kedua deregulasi tersebut dikeluarkan dan Surat Keputusan Pelaksanaannya dikeluarkan Bapepam maka terlihat kemajuan. Pada periode ini banyak perusahaan berusaha mencatatkan dirinya di Bursa Efek Jakarta, dimana pada akhir 1989 sudah ada 56 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta. Indeks juga bergerak mencapai pada tingkat 300. Kemudian perusahaan terus bertambah untuk melakukan penawaran saham ke publik menjadi 122 perusahaan pada akhir 1990. Pertambahan perusahaan yang mencatatkan saham dan ekonomi juga cukup mendukung. Pasar dalam keadaan booming, Indeks Harga Saham Gabungan meningkat mencapai 640 poin pada bulan April tahun 1990. Pasar selanjutnya menjadi lesu sampai 247 poin pada akhir bulan Desember 1991. Pasar berfluktuasi selama tahun 1992 dengan mengalami boom lagi yang dimulai pada tahun 1993 yang dikenal sebagai “second booming” (lihat Suad Husnan, 1994). Akhirnya, pemerintah menerbitkan satu petunjuk untuk mendirikan perusahaan yang akan menangani perdagangan saham. Pada 22 Mei 1995 terjadi perubahan besar dimana perdagangan dengan manual dirubah dengan perdagangan secara komputer. Pada akhir kuartal ketiga, DPR mensahkan Undang-undang Pasar Modal No. 8 yang sudah lama ditunggu-tunggu khalayak masyarakat. Dalam UU ini diberikan sanksi yang cukup besar dan memperkenalkan Reksa Dana Terbuka dan Kontrak Investasi Kolektif (KIK) sebagai tambahan Reksa Dana Tertutup. Saat ini sudah ada satu perusahaan Reksa Dana Tertutup yaitu PT BDNI Reksadana dan 7 Reksadana KIK yang telah dikeluarkan oleh empat perusahaan yaitu Money Market Fund oleh PT BDNI Reksa Dana dimana jumlah unit penyertaannya sebanyak 500.00.000 (lima ratus juta) unit. Reksa Dana Melati, Anggrek dan Mawar oleh PT Danareksa (perusahaan pemerintah)

dimana mempunyai 500.000.000 (lima ratus juta) unit penyertaan untuk masing-masing Reksa Dana tersebut; Reksa Dana Bahana Dana Abadi dan Dana Prima dikeluarkan oleh PT Bahana TCW yang mempunyai 300.000.000 (tiga ratus juta) dan 200.000.000 (dua ratus juta) unit penyertaan untuk masing-masing Reksa Dana tersebut. PT Bira Aset Manajemen mengeluarkan satu reksdana yaitu Reksa Dana Bira Dana Kas yang mempunyai jumlah unit penyertaan sebesar 1.000.000.000 (satu milyar) unit. Saat ini ada sekitar 6 Reksa Dana yang sedang diproses di Bapepam. Semua Reksa Dana yang diterbitkan pada tahun 1996 merupakan reksadana Kontrak Investasi Kolektif, karena reksadana ini mempunyai beberapa kelebihan dibandingkan dengan Reksa Dana Tertutup dan Terbuka berbentuk Perseroan Terbatas. Reksa Dana KIK sangat cocok untuk investor kecil yang tidak memahami secara mendetail mengenai bursa saham maupun investasi dalam bidang instrumen berpendapatan tetap. Bapepam mempunyai target sebanyak 15 reksadana untuk diterbitkan pada tahun 1996 sehingga tahun 1996 dapat disebutkan sebagai tahun Reksa Dana.

Statistik Pasar Modal

Data statistik menunjukkan perkembangan dari Bursa Efek Jakarta terlihat pada Tabel 3. Jumlah perusahaan yang tercatat tidak melebihi 24 perusahaan sampai Maret 1989. Kemudian jumlahnya meningkat sampai 237 perusahaan pada akhir 1995. Investor di pasar modal dapat dikelompokkan ke dalam dua kelompok besar yaitu investor asing, investor lokal yang terdiri dari perorangan dan lembaga seperti perusahaan asuransi dan dana pensiun. Dari 237 saham tersebut termasuk empat perusahaan negara yang sudah menawarkan saham ke publik yaitu PT Semen Gresik, PT Indosat, PT Tambang Timah dan PT Telkom. PT Telkom memberikan gain yang cukup besar kepada investor dan juga meningkatkan jumlah investor dari 200.000 investor menjadi 350.000 investor. Investor lembaga terdiri dari lembaga asuransi, dana pensiun dan manajer investasi. Ada 150 dana pensiun di Indonesia senilai lebih dari US\$ 4 miliar yang diinvestasikan di Pasar Modal.

Pada tahun 1977, kapitalisasi pasar hanya mencapai Rp 2,73 miliar. Kemudian meningkat tajam menjadi Rp 152,25 triliun pada bulan akhir Desember 1995. Peningkatan yang tajam pertama terjadi pada tahun 1989 ketika pemerintah pertama kali mengenakan pajak atas bunga dari deposito berjangka dan pihak asing diizinkan untuk membeli saham. Peningkatan yang tajam kedua terjadi pada tahun 1993, kapitalisasi pasar meningkat sekitar tiga kali lipat dari tahun 1992.

Volume perdagangan saham pada tahun 1977 hanya 14.850 lembar. Kemudian meningkat tajam pada tahun 1987 mencapai 2,5 juta lembar dan 10,65 juta lembar pada tahun 1995. Selama 6 bulan pertama pada tahun 1996, volume perdagangan sebesar 10,1 juta lembar atau hampir sama dengan volume perdagangan pada tahun 1995.

Indeks Harga Saham Gabungan sudah menjadi suatu indikator ekonomi yang penting di Indonesia. Indeks Harga Saham Gabungan menurun dari 98 poin pada tahun 1977 menjadi 82.58 poin pada akhir tahun 1987, dan meningkat lagi dengan tajam mencapai puncaknya pada 636.4 poin pada bulan April 1990. Periode ini dianggap sebagai booming pasar modal yang pertama. Indeks Harga Saham Gabungan menurun

secara tajam menjadi 247,39 poin pada bulan Desember 1991. Ada beberapa faktor yang berhubungan dengan penurunan ini sebagai berikut³:

Pertama, penerbitan baru mempunyai harga yang mengambang yang sangat tinggi sampai sepuluh kali harga nominal Rp. 1.000 persaham.

Kedua, para investor mulai kehilangan kepercayaan terhadap laporan-laporan akuntansi. Sebagai contoh pada kasus Bank Duta, Akuntan tidak melaporkan catatan kerugian devisa sekitar Rp 400 miliar rupiah. Kasus ini menunjukkan kepada para investor bahwa Laporan Keuangan dapat direkayasa.

Ketiga, metode perhitungan dari Indeks Harga Saham Gabungan menggunakan harga penutupan. Penulis menemukan bahwa 43 % dari semua transaksi penutupan merupakan transaksi satu atau dua lot. Ini berarti bahwa harga penutupan dapat dipengaruhi oleh pedagang perantara (broker) yang mempunyai hubungan dengan perusahaan yang sahamnya sedang diperdagangkan. Jadi puncak dari indeks mungkin sudah “diatur”.

Keempat, perusahaan-perusahaan yang terdaftar menerbitkan saham bonus atau deviden saham. Ini mengakibatkan penurunan harga saham.

Kelima, pemerintah melakukan suatu kebijaksanaan uang ketat. Pemerintah menginginkan untuk menurunkan tingkat inflasi menjadi satu digit.

Keenam, Bank Sentral melarang Bank-Bank dan Lembaga Keuangan Non-Bank untuk membeli saham lagi. Jika harga saham meningkat mereka diminta menjual saham yang lebih dahulu diperoleh, sehingga terjadi peningkatan jumlah penawaran saham dan harga menurun kembali.

Sesudah itu, Indeks Harga Saham Gabungan berangsur-angsur meningkat mencapai 320 poin pada bulan Juli 1992, selanjutnya secara berangsur-angsur turun kembali menjadi 300 poin pada bulan November 1992. Indeks jatuh secara tajam menjadi 220 poin pada bulan Januari 1993. Kebangkrutan Bank Suma adalah salah satu faktor dari penurunan indeks yang tajam dimana investor asing menurun kepercayaannya terhadap laporan keuangan perusahaan terutama banking. Juga, salah satu perusahaan perantara memperdagangkan sertifikat saham palsu dan juga kasus saham Panin.

Selanjutnya, bursa mengalami peningkatan pada tingkat 588.765 pada akhir tahun 1993. Periode ini dikenal dengan booming pasar modal yang kedua. Pada saat ini hanya 19 perusahaan yang melakukan penawaran saham ke publik. Salah satu faktor yang mempengaruhi terjadinya booming karena pemerintah secara pelan-pelan sudah melepaskan kendali uang ketat dan tingkat bunga juga sudah mengalami penurunan pada tingkat yang normal sekitar 12%.

Kemudian indeks turun lagi mencapai 469.64 pada akhir Desember 1994. Pada periode 1994 ini perusahaan yang menawarkan saham lebih besar dibandingkan dengan pada tahun 1993 (lihat Tabel 3). Hal ini dipengaruhi bahwa tahun 1993 terjadi booming dan diharapkan booming tersebut akan berlanjut. Umumnya, perusahaan melakukan penawaran pada saat booming supaya perusahaan dapat menawarkan harga yang lebih tinggi. Tetapi, kembali indeks naik menjadi 513.847 pada akhir tahun 1995 dan jumlah perusahaan yang tercatat sebanyak 238 atau terjadi penambahan sebesar 21 perusahaan. Sampai akhir Mei 1996, belum ada perusahaan yang mendaftarkan di Bursa Efek Jakarta.

³ Adler Manurung; Saat ini: Obligasi merupakan investasi paling baik; *Harian Bisnis Indonesia*, 18 September 1991

Pada bulan April 1992, bursa diswastakan dan diberi nama PT Bursa Efek Jakarta. PT Bursa Efek Jakarta dimiliki oleh 205 perusahaan sekuritas dan saat ini telah berkurang menjadi 197 perusahaan. Perusahaan-perusahaan sekuritas ini sebagian besar berhubungan dengan perusahaan yang tercatat di bursa. Pemerintah membatasi jumlah perusahaan sekuritas hanya maksimum 200 perusahaan tetapi jumlah perusahaan-perusahaan pasar uang dibatasi. Bursa Efek Jakarta memperkenalkan suatu badan asing untuk perdagangan investor-investor asing, sebuah crossing board untuk transaksi-transaksi silang dan perdagangan secara tunai.

Perdagangan reguler adalah pilihan bagi para investor yang ingin memperoleh harga terbaik untuk surat-surat berharga, karena harga-harga di pasar reguler dibentuk menurut suatu pasar pelelangan yang terus menerus. Perdagangan non reguler diseleksi oleh para investor yang ingin membeli dan menjual surat-surat berharga dalam jumlah dan harga yang sesuai dengan negosiasi mereka sendiri. Perdagangan ini tidak dilakukan sebagai suatu pelelangan, tetapi didasarkan pada negosiasi langsung antara anggota-anggota bursa yang memegang order pembelian dan order penjualan. Perdagangan ini dilakukan pada badan yang terpisah dan harga ditentukan menurut harga terakhir pada perdagangan reguler. Ada 4 papan untuk perdagangan dari perdagangan-perdagangan non-reguler. Block trading diadakan untuk transaksi-transaksi yang berskala besar (sedikitnya 200.000 lembar). Transaksi silang dilaksanakan oleh anggota-anggota bursa yang memegang order pembelian dan penjualan dengan harga dan jumlah lembar saham yang sama. Perdagangan badan asing adalah perdagangan yang dilaksanakan antara investor-investor asing berkenaan dengan saham-saham yang porsinya memenuhi syarat mencapai batas 49%. Odd lot trading dilakukan untuk saham-saham dalam jumlah dibawah ukuran standar (kurang dari 500 lembar saham). Cash trading adalah perdagangan surat-surat berharga melalui transaksi langsung secara tunai dan melalui syarat-syarat tertentu. Perdagangan ini hanya dilakukan oleh anggota-anggota bursa yang telah lalai mengirimkan surat-surat berharga pada tanggal yang seharusnya (t+4).

Tabel 2 menunjukkan dana-dana kumulatif yang dikumpulkan oleh perusahaan-perusahaan di bursa selama tahun 1989 sampai 2004. Perusahaan yang mendapatkan dana dari Pasar Modal cukup baik dilihat dari segi pertahunnya maupun dari segi kumulatif dana. Sampai tahun 2000 Jumlah obligasi yang dikeluarkan tidak Rp. 30 triliun. Sedangkan Right issue dapat mengumpulkan sampai sekitar Rp. 200 triliun dan IPO Saham dapat mengumpulkan sekitar Rp. 30 triliun. Dalam pengumpulan dana melalui saham menunjukkan bahwa dalam tiga tahun terakhir melalui penawaran kedua (Right issue) lebih besar dari penawaran pertama. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal sebagai alternatif sumber pembiayaan perusahaan.

Tabel 2: Dana Masyarakat yang dimobilisasi

	Obligasi	Dana Simpanan	Kredit	SBI	Pasar uang (Milyar Rp.)	IPO (Jutaan Rp)	Right issue Saham (Jutaan Rp)	Total
s/d 1989 1990	1,555,218	54,376	62,910	3,301	-	1,997,480	45,096	124,185

	535,000	83,156	96,978	1,529	-	5,221,652	527,249	187,947
1991	125,000	95,118	112,825	10,942	4,343	626,170	340,473	224,320
1992	1,641,533	114,850	122,918	20,599	2,820	743,665	1,361,236	264,933
1993	1,905,000	142,679	150,271	23,433	1,395	1,362,431	3,356,723	324,402
1994	929,520	170,406	188,880	15,052	3,842	4,804,494	5,661,450	389,575
1995	2,003,130	214,764	234,611	11,850	4,205	5,682,059	3,182,001	476,297
1996	2,841,080	281,718	292,921	18,553	171	2,662,207	11,924,195	610,790
1997	7,204,992	357,613	378,134	7,034	3,455	3,950,516	15,887,075	773,279
1998	150,000	573,524	487,426	42,765	1,018	68,125	4,890,936	1,109,842
1999	4,283,960	625,618	225,133	63,049	-	805,247	129,934,491	1,048,824
2000	5,613,000	720,379	269,000	59,781	-	1,772,196	17,302,413	1,073,848
2001	2,875,000	809,126	307,594	55,461		5,522,200	198,900,000	1,379,478
2002	5,200,000	845,015	365,410	78,484		32,000,000	207,500,000	1,533,609
2003	26,623,100	902,325	437,943	105,402		7,500,000	1,200,000	1,480,993
2004	12,569,800	928,242	513,223	31,564		1,400,000	2,500,000	1,489,499

Sumber: Bank Indonesia dan Bapepam

Sebuah perusahaan baru, PT Kliring Deposit Efek Indonesia (KDEI) didirikan pada bulan September 1993 (lihat, Noerhadi 1994). Perusahaan ini dimiliki oleh 7 Bank komersial milik negara dan 2 bursa saham swasta, PT Bursa Efek Jakarta dan PT Bursa Efek Surabaya. KDEI didirikan sebagai lembaga kliring, pembayaran dan penyimpanan untuk surat-surat berharga. Tetapi, perusahaan ini dilikuidasi untuk memenuhi Undang-Undang No. 8 tentang Pasar Modal dengan menggantinya PT LKPP. Bursa Efek Jakarta telah memperkenalkan otomasi perdagangan yang dilaksanakan sejak 22 Mei 1995. Otomasi perdagangan saham ini sangat mempengaruhi volume perdagangan, dimana jumlah volume perdagangan mengalami kenaikan yang tajam. Adanya otomasi ini juga meningkatkan kepercayaan investor asing terhadap bursa saham di Indonesia, dimana sebelumnya dilakukan dengan perdagangan manual dimana adanya kemungkinan akan transaksi semu dalam harga penutupan. Perusahaan pemeringkat didirikan dengan nama, PT Pemeringkat Efek Indonesia (Perfindo). Perusahaan ini dimiliki oleh 2 bursa, 69 perusahaan sekuritas dan 35 dana pensiun. Pada tahun 1993 perusahaan-perusahaan mengumpulkan US\$ 2,4 miliar dalam right issues, dan penawaran publik pertama sekitar US\$ 35 miliar dari bursa saham (Australian Financial Review, 29 Agustus 1994).

Pemerintah Indonesia sekarang secara kontinyu memberikan perhatian untuk perkembangan pasar modal. Pemerintah dan DPR sudah menyetujui Undang-Undang Perseroan Terbatas. Undang-undang perusahaan tersebut akan menggantikan suatu undang-undang perusahaan yang lama yang didasarkan pada hukum Belanda. Menteri Keuangan Indonesia mengatakan bahwa target untuk investasi baru sekitar US\$ 16 miliar pada penerbitan saham baru (Australian Finance Review, 29 August 1994).

Pengaruh Luar Negeri

Ketika pemerintah Indonesia ditahun 1989 memulai untuk memberikan perhatian yang lebih tinggi terhadap pasar modal, pemerintah menerbitkan suatu undang-undang baru secara khusus supaya pihak-pihak asing diizinkan untuk membeli saham sampai 49 % dari setiap perusahaan industri. Sebagai hasilnya, sekitar US\$ 3 miliar mengalir kedalam pasar modal Indonesia (Ruru, 1994). Sekitar 70 % dari volume perdagangan akhir-akhir ini datang dari transaksi-transaksi luar negeri (Daniri,1994). Pada akhir tahun 1992, Bapepam menerbitkan suatu peraturan supaya pihak-pihak asing diizinkan untuk membeli saham perbankan sampai 49% yang sebelumnya tidak diizinkan. Peraturan ini adalah hasil dari UU Perbankan No. 7 tahun 1992 yang menggantikan prinsip-prinsip hukum Perbankan No.14 tahun 1967 (lihat McLeod, 1992).

Pada bulan Juni 1994 pemerintah menerbitkan peraturan pemerintah untuk investasi asing. Peraturan pemerintah ini menyatakan bahwa pihak-pihak asing diizinkan untuk memiliki 100 % dari perusahaan-perusahaan Indonesia, dengan suatu persyaratan untuk menjual sampai dibawah 95%. Peraturan tersebut hanya berlaku untuk perusahaan yang melakukan investasi langsung, tetapi invesasi melalui bursa masih tetap pada peraturan yang lama yaitu 49%.

Pasar Modal Setelah Krisis

Pada Tahun 1996, Bursa Saham mengalami peningkatan yang cukup tinggi yaitu 25,05% dimana tahun sebelumnya hanya 9,41%. Peningkatan kegiatan Bursa pada tahun 1996 memberikan sebuah prospek terhadap perekonomian karena sudah dua tahun dianggap Bursa belum mencapai posisi indeks tertinggi dan pada akhir tahun 1996 IHSG ditutup pada level 637. January Effect biasanya diharapkan akan datang karena bulan Januari sudah dekat dan kenyataannya January Effect terjadi pada awal tahun 1997 dimana IHSG mengalami kenaikan sampai pada level 705 pada akhir Februari 1997 dan merupakan nilai IHSG tertinggi setelah Bursa mempunyai kegiatan sejak tahun 1988. Tetapi kenaikan IHSG tersebut tidak berlanjut karena Investor terus melakukan profit taking dan Pemilu terjadi dimana IHSG mengalami penurunan sampai pada level 631 pada akhir April 1997. Penurunan IHSG tersebut tidak berlanjut tetapi IHSG terus mengalami kenaikan sampai pada puncaknya di level 741 tepatnya pada tanggal 8 Juli 1997. IHSG pada 741 merupakan IHSG paling tinggi yang terbaru dicapai oleh BEJ. Investor kelihatan mulai merasakan kapital gain yang cukup baik berinvestasi di BEJ. Tetapi, pada saat tersebut sudah mulai ada berita bahwa Thailand mengalami krisis, Korea juga dan Malaysia.

Krisis ekonomi melanda Asia Tenggara yang dimulai Korea, Thailand, Malaysia, Filipina dan Indonesia. Krisis ekonomi dimulai di Indonesia ketika Pemerintah mengambil kebijakan dengan mengeluarkan band dollar menjadi 12% pada 14 Agustus 1997. Pada saat Band tersebut diperbesar IHSG mengalami penurunan sebesar kurang lebih 31 point tetapi sebenarnya hari tersebut IHSG turun sampai dengan 52 poin, tetapi muncul berita bahwa Perusahaan Sekuritas Pemerintah melakukan pembelian terhadap beberapa saham sehingga IHSG tidak turun sampai dengan 52 poin tersebut. Pada bulan Agustus tersebut IHSG ditutup pada level 493, dimana terjadi penurunan IHSG sebesar 31,52% dibandingkan dengan akhir Juli 1997. Penurunan yang cukup tajam ini merupakan pertanda ekonomi yang mengalami krisis dan perusahaan-perusahaan mengalami kesulitan. Pemerintah mencoba melakukan perbaikan untuk memperbaiki perekonomian dan terlihat dari IHSG yang mengalami peningkatan sampai pada level 546 pada akhir September dan selanjutnya mengalami penurunan sampai pada akhir tahun dengan IHSG ditutup pada level 401.

Penurunan IHSG di tahun 1997 sampai pada level 401 di akhir tahun tidak diikuti selanjutnya, karena pada bulan Januari terjadi kenaikan IHSG sampai pada level 541 pada akhir bulan Maret 1998. Dalam hal ini telah terjadi January Effect yang besarnya sekitar 20% dan kelihatannya akan terjadi pemulihan ekonomi. Kenaikan IHSG tersebut tidak sesuai dengan situasi yang ada dimana nilai kurs US Dollar terhadap Rupiah mengalami apresiasi. Apresiasi US Dollar tersebut sangat tinggi dari nilai Rp. 4.650 per satu US Dollar pada akhir tahun 1997 menjadi Rp 10.375 per satu US Dollar di akhir bulan Januari 1998. Kenaikan nilai kurs Dollar ini dimanfaatkan oleh investor asing dengan menjual Dollar dan membeli saham di Bursa, sehingga harga saham di BEJ mengalami kenaikan level 541 pada akhir Maret 1998. Kenaikan bursa tersebut juga dipengaruhi faktor lain seperti spekulasi akan diberlakukannya Currency Board System (CBS) untuk mengatasi apresiasi nilai valuta asing. Disamping itu, pembicaraan Stanley Fisher dari IMF dengan President Suharto, dimana Pemerintah akan menunda 15 proyek

besar. Menteri Keuangan Fuad Bawazier mengumumkan pembatalan system Dewan Mata Uang dinilai tidak layak dengan kondisi cadangan devisa Indonesia. Faktor lain yang mempengaruhi kenaikan IHSG adalah akan cairnya bantuan Paket Program IMF tahap kedua sebesar US\$ 3 milyar yang dinyatakan oleh Michael Camdessus dari IMF pada awal April 1998. Sedangkan penyelesaian hutang luar negeri perusahaan swasta akan menggunakan model yang pernah diterapkan di Meksiko. Kemudian sejak minggu kedua April 1998 IHSG mengalami penurunan sampai pada level terendah yaitu di level 276 pada September 1998 yang dikarenakan beberapa faktor yaitu pertama, membekukan operasi 7 bank dan mengambil alih manajemen 7 bank dalam rangka reformasi sector Perbankan. Kedua, Bank Indonesia menjual Sertifikat Bank Indonesia dan menaikkan tingkat suku bunganya. Kebijakan Pemerintah melalui Bank Indonesia dengan menaikkan tingkat suku bunga merupakan faktor penting penurunan IHSG. Tingkat suku bunga SBI yang selalu dikenal tingkat bunga penjaminan atas deposito masyarakat tersebut terus mengalami peningkatan sampai pada level 70% pada bulan September 1998. Ketiga, investor asing meragukan kemauan Pemerintah melakukan reformasi sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini dipengaruhi oleh kebijakan Pemerintah yang belum jelas menghapus bentuk perdagangan monopoli seperti tata nrigaga cengkeh dan pemebebasan batas ekspor minyak kelapa sawit. Keempat, Pemerintah mengeluarkan kenaikan harga BBM yang mengakibatkan kenaikan ongkos produksi dan pada akhirnya akan membuat inflasi yang tinggi. Kebijakan kenaikan harga BBM membuat semakin meningkatnya unjuk rasa oleh para mahasiswa dan kejadian penembakan mahasiswa Universitas Trisakti. Kelima, Presiden Suharto mengundurkan diri sebagai Presiden dan menggantikannya dengan Habibie sebagai Presiden ketiga Republik Indonesia. Pergantian ini merupakan desakan mahasiswa karena tertembaknya mahasiswa di Universitas Trisakti dan peristiwa Semanggi. Walaupun Presiden sudah diganti tetap IHSG mengalami penurunan dikarenakan stabilitas politik yang belum terjamin. Keenam, nilai tukar rupiah mengalami kemerosotan dikarenakan stabilitas politik yang tidak terjamin. Sejak awal Oktober 1998 IHSG mengalami kenaikan sampai pada level 398 pada akhir Desember 1998. Kenaikan IHSG tersebut dikarenakan Pemerintah mulai menurunkan tingkat bunga ke level 60% pada bulan Oktober dan turun terus menjadi sekitar 36% pada Bulan Desember 1998. Nilai tukar Rupiah terhadap valuta asing yang mengalami apresiasi juga merupakan faktor yang menaikkan IHSG.

Pada tahun 1999, IHSG mengalami kenaikan sebesar 70,06% dari level 398 di akhir tahun 1998 menjadi 676 pada akhir tahun 1999. Kenaikan IHSG tersebut dipengaruhi beberapa faktor yaitu pertama, Pemerintah membuat RAPBN yang sangat relevan dimana asumsinya yang realistis dan IMF memberikan tanggapan positif serta adanya anggaran untuk rekapitalisasi perbankan sebesar Rp. 34 trilliun. RAPBN ini diumumkan pada Januari 1999. Kedua, Mata uang Yuan dari China tidak akan didevaluasi, sehingga memberikan isu positif kepada regional. Bila mata uang Yuan China tersebut didevaluasi maka regional akan sangat berpengaruh terutama Indonesia sehingga produk dapat bersaing di perdagangan internasional. Ketiga, Nilai tukar rupiah yang mengalami apresiasi terhadap valuta asing. Nilai tukar Rupiah tersebut berubah (menurun) dari Rp. 8.950 pada Januari 1999 menjadi Rp. 7.425 pada akhir tahun 1999. Keempat, IMF mengucurkan dfana sebesar US\$ 1 milyar pada Minggu ke empat di Bulan April 1999. Kelima, Bursa-bursa di dunia mengalami kenaikan terutama bursa New York dan memberikan positif terhadap bursa kita. Keenam, investor asing sudah mulai

percaya dengan Indonesia dengan masuknya Soros Fund Management untuk membeli saham-saham di Bursa. Ketujuh, Tingkat bunga mengalami penurunan dari level 36% sampai pada level 13%. Kedelapan, pemilu yang berlangsung secara demokrasi dan berhasil memilih Abdurrahman Wahid sebagai Presiden dan Megawati sebagai Wakil Presiden.

Pada tahun 2000, IHSG mengalami penurunan di bulan Januari sehingga January Effect tidak terjadi seperti tahun sebelumnya dimana IHSG drop dari level 677 pada akhir tahun 1999 sampai pada level 636 pada akhir Januari 2000 dan turun lagi menjadi 576 pada akhir Februari 2002. Pada bulan tersebut sebenarnya ada kenaikan kecil yang dipengaruhi oleh adanya janji dari Amerika Serikat akan membantu ekonomi Indonesia. Kenaikan tersebut tidak berlanjut dengan terlihat terjadinya penurunan IHSG sampai pada level 435 di akhir tahun. Penurunan IHSG ini dipengaruhi beberapa hal yaitu pertama, penonaktifkan Jenderal Wiranto sebagai Panglima dengan menggantikannya dengan Widodo pada bulan Februari 2000. Dalam hal ini tidak terlepas adanya pengaruh Laporan KPP HAM atas pelanggaran perwira TNI di Timtim. Kedua, IMF menunda mengucurkan dana bantuan sebesar US\$ 400 juta dan pengunduran Menteri Keuangan. Ketiga, Gus Dur sebagai Presiden Republik Indonesia melakukan reshuffle kabinet dan diikuti melemah Rupiah sebanyak 12%. Keempat, DPR meminta Gubernur BI mundur dari jabatannya dikarenakan skandal Bank Bali. Selanjutnya, Gus Dur menolak panggilan DPR atas pemecatan kedua menternya. Kelima, DPR menilai kinerja Presiden Republik Indonesia Gus Dur tidak baik sehingga investor merasa ragu untuk melakukan investasi di Indonesia dan juga perkembangan ekonomi Indonesia. Keenam, persidangan bekas Presiden Suharto yang dianggap masyarakat tidak jelas sehingga menimbulkan keraguan terhadap law enforcement di Indonesia. Oleh karenanya, IHSG mengalami penurunan sebesar 38,5% pada tahun 2000 dikarenakan berbagai factor dan fakta yang terjadi di Indonesia. Pada tahun ini nilai kurs US Dollar mengalami apresiasi terhadap Rupiah dari Rp. 7.100,- pada akhir tahun 1999 menjadi Rp 9.595,- kenaikan ini sangat cukup tinggi dan sebenarnya tidak akan terjadi bila Pemerintahan tersebut memberikan perhatian terhadap perekonomian.

Pada tahun 2001, IHSG mengalami penurunan dari 416.321 pada akhir tahun 2000 menjadi 392.016 pada akhir Desember atau terjadi penurunan sebesar 5,83 persen. Pada awal tahun 2001, IHSG sebenar mengalami peningkatan ke level 428,303 di akhir Februari dan terjadi kenaikan kecil padanya January sebesar 2,23 persen. Kenaikan ini dikarenakan Pemerintah Amerika Serikat melakukan penurunan tingkat bunga 50 bps. Penurunan IHSG selama tahun 2001 ini dipengaruhi kerusuhan di Sampit dan adanya transaksi silang antara PT Telkom dan PT Indosat dengan nilai US\$ 1,544 milyar. Penurunan tingkat bunga FED juga terjadi pada delapan bulan berikut sebesar 50 bps dan adanya penyerangan Gedung WTC di Amerika Serikat turut membuat IHSG drop pada level 392. Disamping itu, Nilai kurs Dollar yang menguat sampai pada level Rp. 11.000 juga salah satu faktor penurunan IHSG dikarenakan berbagai faktor politik dalam negeri.

Pada tahun 2002, IHSG mengalami kenaikan yang tajam sampai pada level 424.935 atau terjadi kenaikan sebesar 8,39 persen selama tahun berjalan. Sebenarnya, IHSG pernah mencapai puncak di level 534 pada April 2001 dimana di Januari terjadi lonjakan dan dapat disebut January Effect yang besarnya 15,20 persen. Kenaikan IHSG yang cukup tajam dikarenakan adanya kepercayaan investor asing kepada Indonesia dengan pertemuan Paris Club III dimana Indonesia berhasil menjadwalkan hutang sebesar

Rp. 5,5 milyar dan juga BCA berhasil didivestasi Pemerintah ke Farallon. IHSG mengalami penurunan sejak Juli 2002 dikarenakan adanya persoalan Enron, WorldCOM, Merk dan Xerox serta beberapa perusahaan lainnya yang terdaftar di New York dan berimbas ke Indonesia.

Pada tahun 2003, IHSG kembali mengalami kenaikan ke level 691 sehingga terjadi kenaikan IHSG sebesar 62,82% selama tahun ini serta merupakan kenaikan terbesar kedua setelah Thailand. Kenaikan IHSG ini tidak terlepas dari berhasilnya Pemerintah menjual saham perusahaan yang dimilikinya serta berhasil seperti BRI, Bank Mandiri, PT Gas Negara dan PT Tambang Bukit Asam. Tingkat bunga juga turun dari 13 persen ke 8,6 persen.

Pada tahun 2004, IHSG kembali mengalami kenaikan sehingga mencapai level tertinggi selama Bursa terjadi pada level 1000,233 atau terjadi kenaikan selama setahun sebesar 44,56 persen. Kenaikan IHSG ini merupakan kenaikan paling tinggi di Asia. Kenaikan ini sebenarnya didukung oleh PEMILU dengan dua tahapan yang sangat berhasil. Investor asing juga semakin percaya dengan berhasilnya Pemilu serta Pemerintah terus melakukan penurunan tingkat bunga sampai pada level 7.5 persen.

Siklus Bursa

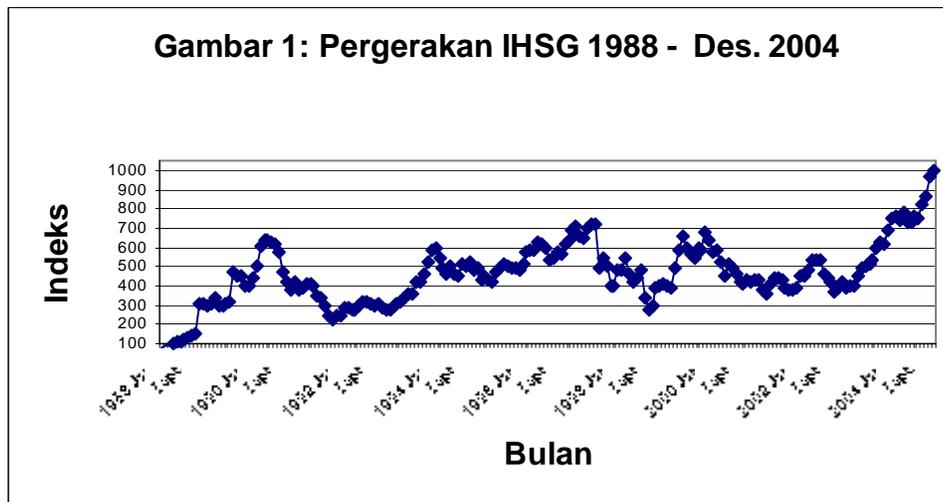
Grafik 1 memperlihatkan pergerakan IHSG sejak tahun Januari 1988 sampai Desember 2004. IHSG mengalami fluktuasi dari sekitar 80 sampai dengan 1.000. IHSG mengalami pelonjakan sampai 650 kemudian drop lagi pada level 250. Selanjutnya IHSG tersebut sangat lama bertengger diatas 350 dan kemudian drop ke Level 250. Kemudian krisis yang terjadi IHSG bisa mencapai level 350 dan terus mengalami pergerakan meningkat ke arah level diatas 650. Kemudian IHSG tersebut mengalami kenaikan sampai pada akhir tahun 2004 pada level tertinggi 1000.

Tabel 3: Tingkat Pengembalian Berbagai Instrumen Investasi dan Inflasi

Tahun	Inflation	Bursa		Interest Rate		Capital Value Yield	Reksa Dana			Emas
		Saham	Kurs US\$	Deposit	Money Market		Obligasi	Campuran	Saham	
1980	17.11%	-5.90%	0.17%	6.00%	12.87%	17.50%				
1981	7.32%	-3.17%	0.00%	6.00%	16.26%	16.80%				
1982	10.03%	-5.25%	3.47%	6.00%	17.24%	16.10%				
1983	11.97%	-9.87%	56.03%	6.00%	13.17%	15.50%				
1984	9.07%	-20.95%	8.14%	16.00%	18.63%	14.80%				
1985	4.37%	-1.70%	1.00%	18.00%	10.33%	14.10%				
1986	9.15%	4.75%	15.13%	15.39%	13.00%	13.40%				
1987	9.26%	18.50%	28.16%	16.78%	14.52%	13.50%				
1988	5.59%	269.48%	2.55%	17.72%	15.00%	13.00%				
1989	6.11%	30.99%	6.48%	18.63%	12.57%	11.00%				
1990	9.53%	4.53%	5.91%	20.99%	14.37%	9.50%				

1991	9.52%	-40.79%	4.89%	21.89%	15.12%	9.00%				
1992	4.90%	10.89%	3.56%	16.72%	13.98%	9.50%				
1993	9.77%	114.61%	2.18%	11.79%	12.00%	8.50%				
1994	9.24%	-20.23%	4.27%	14.27%	15.36%	8.50%				
1995	8.64%	9.41%	4.91%	17.15%	15.87%	8.00%				
1996	6.47%	24.05%	3.25%	17.03%	15.62%	8.50%	2.09%	8.38%	5.43%	
1997	11.05%	-36.98%	95.13%	23.92%	30.52%	9.00%	-1.87%	-16.74%	-36.92%	43.63%
1998	77.63%	-0.91%	72.58%	49.23%	64.08%	11.50%	-3.89%	27.64%	39.42%	87.50%
1999	2.01%	70.06%	-11.53%	25.74%	23.61%	11.00%	26.96%	38.20%	85.28%	-20.00%
2000	9.35%	-38.50%	35.14%	12.46%	10.73%	10.50%	7.98%	-25.25%	-40.16%	16.67%
2001	12.55%	-5.83%	8.39%	13.51%	17.74%	9.85%	1.81%	-0.45%	-0.31%	21.43%
2002	10.03%	8.39%	-13.94%	12.37%	13.73%	10.00%	12.71%	15.14%	10.57%	2.35%
2003	4.95%	62.82%	-5.31%	10.59%	9.81%	10.50%	11.85%	33.13%	54.14%	9.20%
2004	6.22%	44.56%	10.21%	7.31%	7.59%	10.75%	10.31%	28.37%	42.92%	3.09%

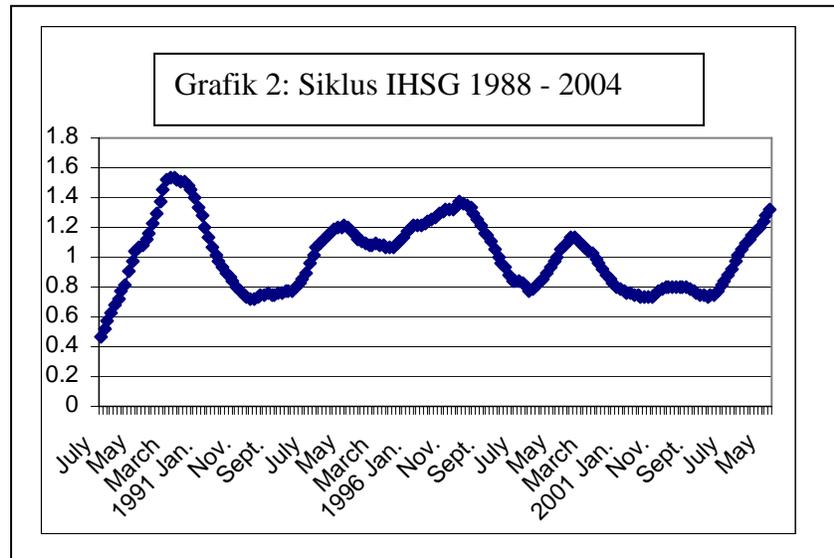
Sumber: Diolah Adler Manurung dari data Bank Indonesia, Bursa Efek Jakarta, Biro Pusat Statistik dan Panangian Simanungkalit Associates



Pada Grafik 1 tersebut terjadi adanya trend IHSG sejak tahun 1988 walaupun berfluktuasi disekitar 250 sampai dengan 1.000. Hasil ini memperlihatkan bahwa IHSG tersebut mempunyai pola yang dapat dikelompokkan ke dalam beberapa siklus. Secara sederhana bahwa siklus IHSG tersebut dapat dikatakan memulai masuk pada siklus ketiga.

Selanjutnya, trend pada IHSG dihilangkan untuk mendapatkan siklus dari IHSG tersebut dilakukan dengan menggunakan metode dekomposisi dimana metode dekomposisi ini menggunakan persamaan (3), (4) dan (5). Dalam melakukan metoda dekomposisi ini, rata-rata bergerak 12 bulan dipergunakan karena sekaligus untuk

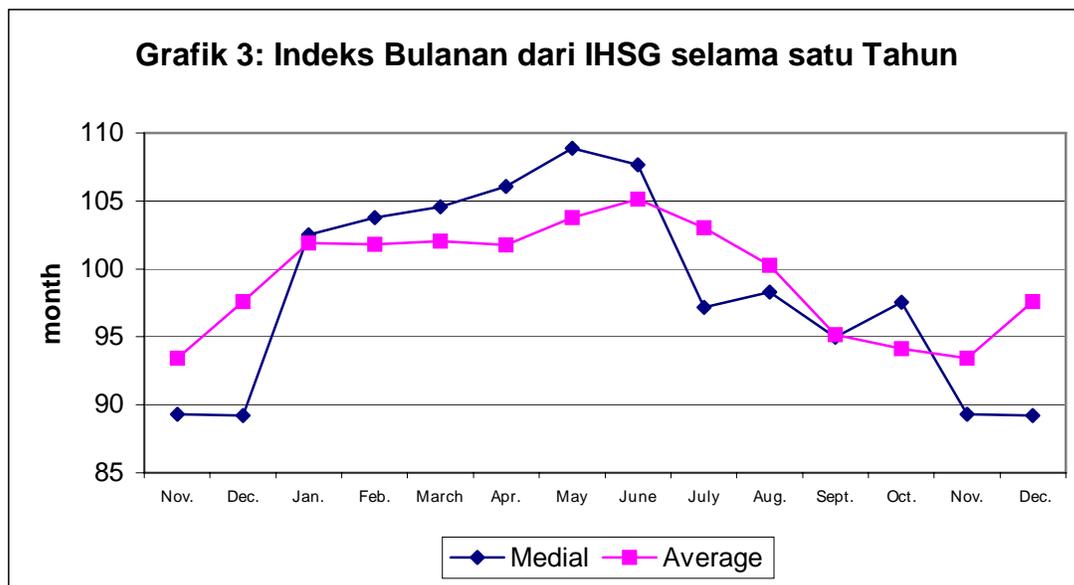
melihat indeks musim bulanan selama setahun. Hasil dari metoda dekomposisi dapat dibuat grafik yang terlihat pada Grafik 2.



Pada Grafik 2 tersebut kelihatan bahwa Siklus kedua tidak kelihatan merupakan sebuah siklus seperti pada siklus pertama karena pada periode tertentu pergerakan tidak bergerak jauh seperti pada siklus pertama. Siklus ketiga sangat pendek karena puncaknya lebih rendah dari siklus sebelumnya. Siklus keempat dimulai berlangsung yang bergerak naik tetapi sebelum pergerakan naik siklus ketiga IHSG mengalami fluktuasi. Besaran siklus tidak terlalu panjang tetapi hanya sekitar 1,2 x dari IHSG sebelumnya. Siklus pertama terjadi sejak tahun 1988 sampai dengan Maret 1993 (63 bulan). Dalam siklus ini IHSG bisa mencapai pergerakan 1,6x dari IHSG sebelumnya. Selanjutnya memulai siklus kedua, ketidakberaturan mulai terjadi karena puncaknya belum dapat ditentukan dengan jelas. Tetapi puncak siklus kedua hampir mendekati siklus pertama. Periode Siklus kedua ini terjadi pada April 1993 sampai dengan Oktober 1998 (65 bulan). Siklus ketiga yang puncaknya hanya pada dimensi 1 yang memberikan arti bahwa IHSG hanya mengalami kenaikan sampai satu kali dari IHSG pada periode tersebut. Adapun periode siklus ketiga ini dimulai Nopember 1998 sampai dengan Juli 2001 (33 bulan). Beberapa bulan kemudian terjadi fluktuasi, dan Siklus keempat dimulai terus mengalami kenaikan dan belum mencapai puncaknya. Puncak siklus pertama belum tertandingi. Siklus keempat dimulai Januari 2003 sampai sekarang ini. Grafik siklus ini juga memberikan argumentasi bahwa IHSG masih terus mengalami kenaikan dan puncaknya belum kelihatan. Hasil uraian tersebut memberikan arti bahwa siklus pertama dan kedua mempunyai panjang waktu yang sama sedangkan siklus ketiga hanya sepauh dari siklus pertama atau siklus kedua. Siklus keempat baru mencapai 24 bulan. Bila memperhatikan kedua data tersebut maka IHSG terus akan mengalami kenaikan sampai sekitar 10 bulan kedepan atau bisa lebih, baru selanjutnya mengalami penurunan untuk mengikuti periode satu siklus seperti siklus pertama atau siklus kedua.

Kemudian, IHSG tersebut dapat dibuat dalam bentuk indeks bulanan yang akan melihat musim selama satu tahun. Adapun grafik bulanan IHSG selama setahun selama periode penelitian dapat diperhatikan pada Grafik 3.

Grafik 3 memperlihatkan bahwa IHSG selalu mengalami kenaikan selama periode Nopember sampai dengan Januari. Tetapi selama periode tiga bulan berikutnya, IHSG tersebut stagnan karena belum masuknya informasi mengenai laporan keuangan perusahaan. Bapepam dan BEJ mewajibkan perusahaan harus mempublikasikan laporan keuangan yang diaudit paling lambat 90 hari dari berakhirnya periode pembukuan perusahaan. Kemudian, IHSG akan mengalami kenaikan pada bulan Mei sampai dengan Juni dan selanjutnya mengalami penurunan dari Agustus sampai dengan Oktober. Hasil ini memperlihatkan kenyataan sehari-hari di pasar modal. Indeks musiman selama setahun ini dapat dipergunakan oleh para perusahaan untuk Initial Public Offering (IPO) atau Right Issue. Supaya initial return (tingkat pengembalian pada hari pertama) positif maka perusahaan harus melakukan IPO pada saat IHSG mengalami kenaikan. Tindakan ini sangat cocok untuk perusahaan yang mempunyai kinerja tidak bagus sekali tapi pada level bawah dan menengah. Sedangkan perusahaan yang mempunyai kinerja sangat bagus maka timing IPO tidak dibutuhkan. Tetapi, pada IHSG yang naik dapat membuat kenaikan yang terjadi bisa mengalami lonjakan yang sangat tajam.



Kesimpulan

Penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa siklus IHSG sepanjang 63 sampai 65 bulan dan telah terjadi 3 siklus selama periode 1988 sampai 2004. Siklus ketiga sangat pendek hanya selama 33 bulan. Pada bulan Januari selalu terjadi kenaikan yang dikenal January Effect, tetapi bulan Februari sampai April IHSG stagnan. IHSG mengalami penurunan sejak Juli sampai dengan Oktober. Pergerakan IHSG selama setahun dapat dipergunakan sebagai waktu untuk melakukan IPO.

Daftar Pustaka

- Affandi, U. dan S. Utama (1998); Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta; Usahawan, No. 3 TH. XXVII, Maret; pp. 42 – 47.
- Bails, Dale G. and Larry C. Peppers (1993); Business Fluctuations: Forecasting Techniques and Applications; 2nd eds.; Prentice-Hall, Singapore.
- Bapepam; Data dan Analisis Mingguan Pasar Modal Indonesia Tahun 1996 – 2004, Jakarta.
- Bowers, David A. (1985); An introduction to Business Cycles and Forecasting; Addison-Wesley Publishing Company, Singapore.
- Feldman, R. A. and M. S. Kumar (1994); Emerging Equity Market: Growth, Benefits, and Policy Concerns; IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/94/7.
- Ferdiandy, L (1995); Right Issue Perusahaan terdaftar di BEJ tahun 1994; Skripsi S1, Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Indonesia, Tidak Publikasikan.
- Hermanto, B. (1998); Nominal Stock Return Volatility on the Jakarta Stock Exchange and Changes in Government Policy; Ph.D Dissertation, Department of Accounting and Finance, University of Birmingham, UK.
- Husnan, Suad (1990); Perilaku Saham di Bursa Efek Jakarta Selama Tahun 1989: Perbandingan dengan Tahun-Tahun Sebelumnya; Manajemen dan Usahawan Indonesia, Mei; pp. 23 – 28.
- Husnan, Suad (1991); Pasar Modal Indonesia Makin Effisienkah?: Pengamatan Selama Tahun 1990; Management Usahawan Indonesia; Juni.; pp. 36 –39.
- Husnan, Suad (1992); Efisiensi Pasar Modal Indonesia; Jurnal Ekonomi Indonesia, April; pp. 24 – 34.
- Husnan, S. and M. Theobald (1993); Thin Trading and Index Sensitivity in Events Studies: The Case of the Indonesian Stock Market; Research in Third World Accounting, Vol. 2; pp. 353 - 367.
- Husnan, S. (1994); *The first issues Market: Comparison of the Two Different Periods in the Indonesian Market*; Paper presented at Sixth Annual Pacific-Basin Capital Market Finance Conference, Jakarta, July 6 - 8, 1994.
- Jagric, Timotej (2003); Forecasting with Leading Economic Indicators – A Neural Network Approach; Business Economics, October; pp. 42 – 54.

Jasmina, Thia (1999); Weak Form Efficiency Tests: Evidence from The Jakarta Stock Exchange (1990 – 1996); Ekonomi dan Keuangan Indonesia, Vol. 47, No. 2; pp. 191 – 218.

Kitchen, John and Ralph Monaco (2003); Real-Time Forecasting in Practice; Business Economics; October; pp. 10 – 19.

Lucas, Robert E. (1991); Studies in Business-Cycle Theory; The MIT Press, London.

Manurung, Adler Haymans (1994a); Development of the Jakarta Stock Exchange; Tesis Master Degree, Department of Commerce, Univesity of Newcastle, Australia.
Unpublished

Manurung, Adler (1994b); Rates of Return Stocks, Inflation and Money Market Returns: An Indonesian Case Study, 1980 – 1992; The Indonesian Journal of Accounting and Business Society; Vol. 2, No. 2; pp. 200 – 219.

Manurung, Adler Haymans (1995); Diversification: Indonesia's Case; Kertas Kerja yang tidak dipublikasikan.

Manurung, Adler Haymans (1996a); Stock Returns and Earnings Announcement on the JSX; Jurnal Manajemen Prasetya Mulya, Vol. III; No. 6; Mei; pp. 52 – 57

Manurung, Adler Haymans (1996b); Asset Pricing Model on the Jakarta Stock Exchange: A Nonparametric Analysis, Kelola, Vol 5, No. 12 ; pp. 70 – 82

Manurung, Adler Haymans (1996c); Pengaruh Variabel Makro, Investor Asing, Bursa yang Telah Maju terhadap Indeks BEJ; Tesis Magister Ekonomi, Fakultas Pascasarjana, Universitas Indonesia.

Manurung, Adler Haymans (1996d); Rasio Keuangan: Distribusi Normal ?; Majalah Management Usahwan, No. 3, Th XXV, March 1996.

Manurung, Adler Haymans (1997a); Portfolio Analysis on the JSX, 1992 - 1994; Jurnal Manajemen Prasetya Mulya, Vol. IV; No. 7; February; pp. 43 - 55

Manurung, Adler Haymans (1997b); Peta Reksa Dana, Perang Tarif dan Masalah Gaya; Majalah Pasar Modal Indonesia, No. 11 Th. VIII; Nopember 1997.

Manurung, Adler Haymans (1997c); Portfolio Bursa Efek Jakarta: Kapitalisasi Besar, Kecil, dan Campuran; Majalah Usahawan, No. 12 Th. XXVI; Desember 1997.

Manurung, Adler Haymans (1997d); Weak-form Efficiency of the Jakarta Stock Exchange; Jurnal Manajemen Prasetya Mulya, Vol. IV; No. 8; Oktober; pp. 24 - 29

Manurung, Adler Haymans (1999); Manajemen Portofolio dan Perkembangan Reksa Dana; Majalah Usahawan, No. 3 Th. XXVIII; Maret 1999.

Manurung, Adler (2002); Konsistensi Pemilihan Saham Dalam Pembentukan Portofolio Optimal di BEJ oleh Manajer Investasi Dikaitkan dengan Variabel Rasio Empiris Kinerja Perusahaan; Disertasi tidak dipublikasikan, Pascasarjana FEUI.

Manurung, Adler (2004); Siklus Bursa Saham: Sebuah Penelitian Empiris Di BEJ Januari 1988 – Desember 2004; Kertas Kerja PT Nikko Securities Indonesi, Januari 2005.

Sim, Simon (2004); The Joseph Cycle; Echartbook, Singapore

Suha, Faruq R. (2004); Analisis Efisiensi Pasar di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999 – 2004; Tesis Magister Pascasarjana FEUI, Tidak dipublikasikan.

Webb, Roy H. (2003); The Cyclical Behavior of Price and Employee Compensation; Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Vol. 89/1, Winter; pp. 69 - 83

Zarnowitz, Victor (1979); An Analysis of Annual and Multiperiod Quarterly Forecasts of Aggregate Income, Output, and Price Level; Journal of Business, Vol. 52, No. 1.

Zarnowitz, Victor (1992); Business Cycles: Theory, History, Indicators and Forecasting; The University of Chicago Press, Chicago, USA.

Zuehlke, Thomas W. (2003); Business Cycle Duration Dependence Reconsidered; Journal of Business & Economic Statistics, Vol. 21, No. 4; pp. 564 – 569.