

BERINVESTASI DAN PERLINDUNGAN INVESTOR DI PASAR MODAL

Adler Haymans Manurung*

Abstrak

This paper discusses three areas, namely investment, investors' characteristics, and a place of investment, which is stock market. In investing in stock market, investors need to utilize funds which are not currently used so they would not worry about the decrease value that may occur in a short term. Investors need to understand the risks which can be tolerated to invest. On the other hand, investors must be protected to prevent inappropriate transactions. Regulators must endorse rules regularly revised to suit the existing condition that can satisfy many parties.

Keywords: *Investment, investor's characteristics, capital market.*

¹ Dosen ABFII Perbanas Jakarta

Disampaikan pada pidato pengukuhan guru besar IKPIA Perbanas, Jakarta, tanggal 18 Maret 2009

Dua tahun terakhir berita di surat kabar dan televisi menceritakan banyak investor dirugikan karena ketidaktahuan investor, keserakahan investor, atau niat jelek (*moral hazard*) penawar produk investasi. Lembaga yang merugikan bagi investor di Indonesia bukan saja lembaga berkedok investasi yang dimiliki lokal tetapi juga lembaga internasional seperti yang dialami oleh Vincent Lingga, seorang nasabah Citibank, yang membeli produk Lehman Brothers dari Citibank. Para penipu tersebut selalu menawarkan hasil yang gemilang, yaitu jika menggunakan tingkat bunga, bunganya cukup besar dan hampir sama dengan bunga kredit untuk bank yang menawarkan ke pedesaan. Tabel 1 memperlihatkan lembaga atau individu yang menawarkan produk investasi dan kerugian yang ditimbulkan sehingga pada akhirnya investor mengalami kerugian.

Banyak cara yang digunakan lembaga atau perorangan untuk mendapatkan dana yang akan tidak dikembalikan kepada pemiliknya. Atas penipuan tersebut banyak kerugian yang dialami investor. Kerugian yang dialami investor cukup besar dan sangat bervariasi mulai Rp2,4 miliar sampai dengan Rp800 miliar.

Tabel 1. Kasus Penggelapan Dana yang Pernah Terjadi di Indonesia

Tahun	Kasus	Modus Operandi
1987	Yayasan Keluarga Adil Makmur (YKAM)	Koperasi Simpan Pinjam
1992	PT Multi jaya Indovesco PT Suti Kelola	Perdagangan umum Bank gelap bunga 3,5 % / bulan + 2,5 % p.a Kerguian Rp. 3 miliar
1995	PT Sapta mitra Ekakarya (Arisan Danasonic)	Arisan berantai
1998	PT Banyumas Mulya Abadi (BMA) Koperasi Simpan Pinjam (Kospin) Sulawesi Selatan	Bank gelap, bunga 90% / 21 hari Bank Gelap, sekitar Rp. 800 miliar
1999	PT Era Catur Wicaksana (New Era 21)	MLM
2000	Yayasan Misi Islam Ahli Sunnah Waljama'ah (Yamisa)	Pembagian harta peninggalan kerajaan se-Nusantara
2002	PT Qurnia Subur Alam Raya (QSAR)	Agrobisnis
2003	PT Adess Sumber Hidup Dinamika (ADD Farm) PT Probest International Indonesia	Agrobisnis Peternakan Itik
2005	CV Investindo Perorangan LC, Bali	Bank gelap dgn bunga 25% Kerugian Rp. 49 miliar

Tahun	Kasus	Modus Operandi
2006	Interbanking Bisnis Terencana (IBIST)	Bank gelap, bunga 4 % / bulan
	CV Mitra Wirausaha Indonesia	Kerugian Rp. 24,8 miliar
	PT Wahana Bersama Globalindo	Agen penjual dari Dressel Investment Ltd. Rugi Rp. 3,5 triliun.
2007	PT Sarana Perdana Inglobal	Kerugian Rp. 8 triliun dengan menawarkan investasi bertingkat bunga sekitar 26% per tahun
	PT Kharisma Tiga Sarana (KTS)	Rugi Rp. 14 miliar
2008	CV Jamina, Kab. Tegal	MLM
	PT Artaboga SekuritasArly,	Investasi ke reksa dana
	PeroranganPT Sarijaya Securities	Kerugian Rp. 2,4 miliar Kerugian Rp. 240 miliar
	PT DBS Securities	Menjual saham investor tanpa instruksi Investor
2009	PT Bumi Moro Artha Kencana, Purwokerto	MLM

Sumber : PT Finansial Bisnis Informasi

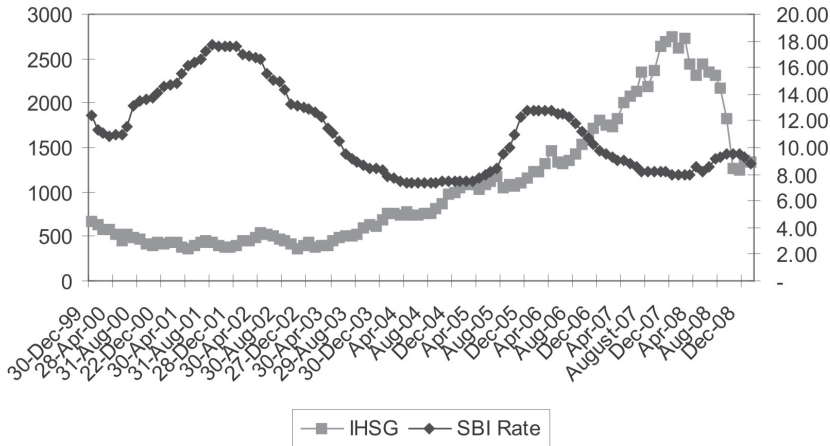
Makalah ini menyajikan tiga pembahasan, yaitu berinvestasi, karakteristik investor, dan tempat berinvestasi, yaitu pasar modal. Pasar modal identik dengan Bursa Efek Indonesia. Akan tetapi, pasar obligasi yang banyak ditransaksikan di pasar ketiga yang dikenal dengan *over the counter* (OTC) juga termasuk pasar modal. Bursa Efek Indonesia merupakan tempat para investor melakukan transaksi dan indikator bursa selalu menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG ini pernah mencapai 2.800 pada awal tahun 2008 dan saat ini pada level 1.250, serta pernah mencapai level 1.100. Penurunan ini cukup tajam jika dibandingkan dengan kejadian pada tahun 1998 ketika Indonesia mengalami krisis. Penurunan IHSG ini dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu adanya krisis finansial di Amerika Serikat dan bangkrutnya Lehman Brothers (perusahaan *investment banking* yang sudah beroperasi cukup lama lebih dari 100 tahun), faktor penutupan bursa yang tidak jelas, adanya kasus Repo BUMI, tindakan pemerintah dengan berbagai kebijakan yang tidak membantu pemulihan krisis, dan terakhir, pihak regulator bukan pada posisi yang sebenarnya. Penurunan dan kenaikan IHSG yang cukup besar memberikan arti bahwa volatilitas bursa sangat tinggi dan jauh lebih tinggi dari bursa yang ada di negara tetangga.

Penurunan IHSG yang cukup besar sangat berpengaruh terhadap nilai investasi dari investor. Jika dilihat dari nilai kapitalisasi pasar telah terjadi penurunan yang cukup tajam, yaitu dari Rp2.000 triliun menjadi sekitar Rp900 triliun pada saat ini. Di samping itu, investor berinvestasi pada obligasi di mana harga obligasi sekitar 80 sampai 86 dengan tingkat bunga

SBI sebesar 9,5 persen dan turun kembali pada Januari menjadi 8,75 persen. Sebelumnya, harga obligasi pemerintah ini sangat jauh di atas 100 karena tingkat bunga obligasi sebesar 7,5 persen. Artinya, investor juga mengalami kerugian besar dari dua sisi, yaitu harga obligasi dan *yield* yang diharapkan sudah mengalami kenaikan.

Di sisi lain, investor juga mengalami kerugian yang cukup besar disebabkan penutupan

Grafik 1: Pergerakan IHSG dan SBI Rate



bursa pada saat investor sedang bertransaksi. Alasan penutupan bursa adalah nilai transaksi yang kecil, hanya sekitar Rp900 miliar dan tidak seperti biasanya melebihi Rp2 triliun setiap harinya, serta bursa telah merosot melebihi 10 persen. Sebelum penutupan bursa telah terjadi tindakan suspensi perdagangan saham BUMI dan saham kelompok Bakrie karena sudah merosot mencapai *auto rejection* yang dilakukan bursa sebesar 20 persen. Penutupan bursa dan suspensi saham-saham kelompok Bakrie menjadi persoalan bagi investor karena adanya kerugian yang disebabkan mereka tidak sempat menjual saham yang dimilikinya.

Ketiga persoalan yang diuraikan tersebut sangat bermanfaat dibahas untuk kepentingan investor dalam rangka bertransaksi di bursa untuk mendapatkan keuntungan atau kerugian yang sangat kecil, terutama adanya volatilitas bursa yang cukup besar. Tulisan ini mencoba membahas ketiga fenomena yang terkandung dalam judul tersebut. Makalah akan diawali dengan uraian tentang berinvestasi, kemudian tujuan investasi, karakteristik investor dan diakhiri dengan konsep dan peranan bursa untuk melindungi investor berinvestasi.

BERINVESTASI

Berinvestasi memiliki kata benda “investasi” dan ditambah dengan awal “ber” yang mengandung makna melakukan tindakan investasi. Brealey dan Myers (2000) menjelaskan bahwa investasi adalah konsumsi yang ditunda sementara waktu untuk dikonsumsi lebih besar di masa mendatang. Artinya, seseorang atau investor harus mengurangi konsumsinya agar dapat melakukan investasi. Konsumsi tersebut merupakan gaji/pendapatan yang diperoleh investor tersebut. Sehubungan dengan hal tersebut, persamaan yang selalu diajarkan dalam ekonomi mikro ketika pertama kali belajar ekonomi, yaitu:

$$Y = C + S \text{ atau } Y = C + I \quad (1)$$

dimana $S = I$
 $Y =$ pendapatan
 $C =$ konsumsi
 $S =$ tabungan
 $I =$ Investasi

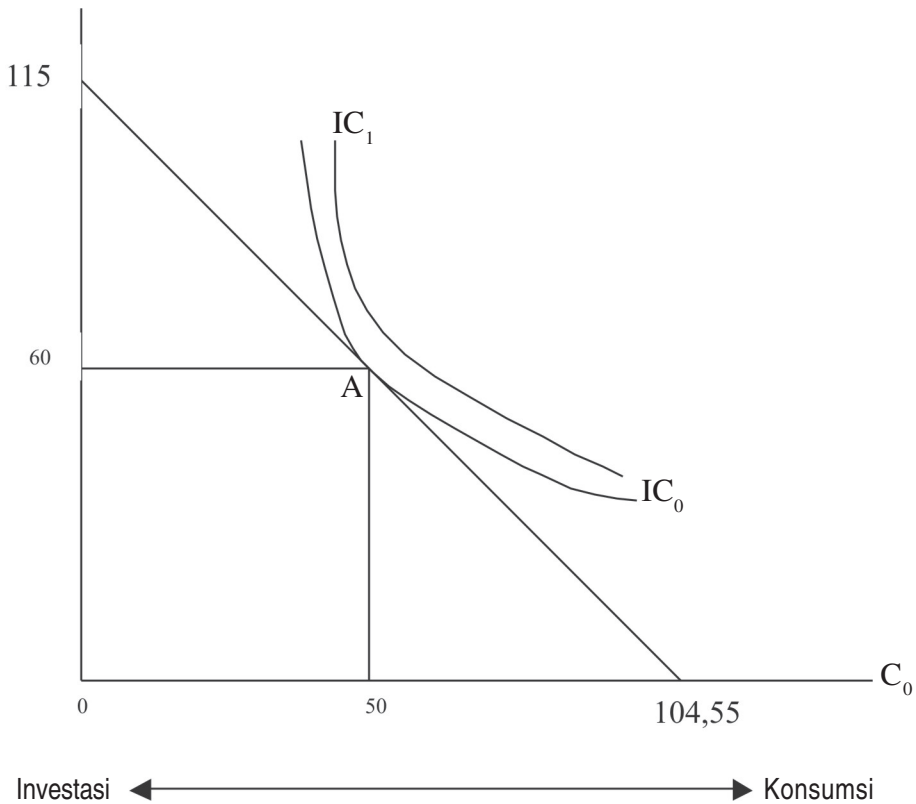
Artinya, seseorang yang ingin melakukan investasi harus melakukan pengurangan konsumsi dengan asumsi pendapatan tidak berubah. Jika terjadi perubahan pendapatan, investasi juga tidak terjadi jika konsumsinya dinaikkan sebesar kenaikan pendapatan tersebut. Uraian lebih jelasnya adalah sebagai berikut: seseorang memiliki pendapatan/gaji sebesar Rp50.000 dan periode berikutnya sebesar Rp60.000. Saat ini tingkat bunga yang berlaku sebesar 10 persen. Jika orang tersebut ingin mengkonsumsi kedua gaji yang diperoleh, ia hanya bisa mengkonsumsi sebesar Rp104.545,5, yaitu gaji bulan ini sebesar Rp50.000 dan gaji bulan depan dengan cara meminjam dari pihak lain dengan tingkat bunga 10 persen yang besarnya Rp54.545,5 ($Rp. 60.000/(1+0,1)$). Jika diperhatikan pada Grafik 1, konsumsi sekarang ditunjukkan dengan garis horizontal. Selanjutnya, jika orang tersebut tidak melakukan konsumsi atas gaji sekarang dan diinvestasikan pada tingkat bunga 10 persen, konsumsi yang dapat dilakukannya pada masa mendatang adalah Rp115.000, terdiri atas gaji periode mendatang sebesar Rp60.000 dan gaji saat ini yang diinvestasikan sebesar Rp55.000 ($50.000 \times (1 + 0,1)$). Dalam Bagan 1 ditunjukkan dalam garis vertikal.

Pada garis horizontal terlihat bahwa titik A merupakan titik paling optimal, yaitu garis 115 ke 104,5 merupakan garis *slope* dari grafik IC_0 . Jika IC_0 bergeser ke kanan menjadi IC_1 , keseimbangan yang optimal tidak terjadi. Jika gaji sekarang diinvestasikan, hasil di masa depan diperlihatkan garis 60 ke 115. Sehingga, pada grafik tersebut dapat dikatakan *slope* dari titik A merupakan penentu dalam besaran yang diuraikan. Gaji bulan mendatang merupakan hasil akhir dari konsumsi pada garis 50 ke 104,5. Sedangkan garis 0 ke 50 ekuivalen dengan garis 60 ke A yang artinya bahwa garis tersebut di masa mendatang menjadi garis 60 ke 115.

Oleh karena itu, garis horizontal dapat dikatakan sebagai gambaran konsep dari konsumsi dan investasi. Jika konsep konsumsi yang digunakan, pergerakan dari 0 ke 104,5 dan jika konsep investasi digunakan, pergerakan dari 104,5 menuju nol atau kebalikan dari konsumsi. Semakin kecil konsumsi maka semakin besar investasi.

Investor dapat melakukan investasi ke dalam dua kelompok besar, yaitu investasi riil dan investasi finansial. Investor riil seperti pada properti, pabrik dan barang tidak bergerak lainnya. Sementara itu, investasi finansial merupakan investasi pada barang tidak berwujud tetapi merupakan kepemilikan atas barang tidak bergerak seperti obligasi, saham, derivatif, Reksa Dana, deposito dan sebagainya. Masing-masing aset finansial mempunyai risiko yang berbeda. Akan tetapi, dewasa ini produk investasi ini sudah beragam karena sudah memasukkan komoditas seperti kopi, CPO, hasil pertanian dan pertambangan. Di samping itu, investasi pada barang antik dan lukisan sudah menjadi *trend*.

Bagan 1: Investasi dan Konsumsi



Sumber: Ross dkk. (1999)

TUJUAN INVESTASI

Dalam berinvestasi, tujuan investasi merupakan faktor yang sangat penting diperhatikan. Pemahaman atas tujuan investasi (baca: penggunaan dana) membuat investor mengetahui dana diinvestasikan kepada aset finansial tertentu sesuai dengan tujuan tersebut. Misalnya, seorang investor mempunyai dana sebesar Rp300 juta yang digunakan untuk pembayaran awal dan keberangkatan sekolah ke luar negeri enam bulan lagi dan investor ini hanya menginginkan tingkat pengembalian yang normal dan bahkan lebih rendah dari tingkat bunga yang berlaku. Artinya, dana yang dimiliki investor tersebut tidak bisa berkurang sehingga dana tersebut harus diinvestasikan pada aset finansial yang tidak berkurang dari nilai prinsipal sebesar Rp. 300 juta. Akan tetapi, investor mempunyai tujuan bahwa dana sebesar Rp. 300 juta tidak akan digunakan dalam tempo lima tahun dan dana tersebut bisa bervariasi selama 5 tahun asalkan pada tahun ke lima jumlah prinsipal tetap dan ada tingkat pengembalian. Untuk ini investor dapat melakukan investasi pada aset finansial saham karena aset ini mempunyai tingkat pengembalian yang tinggi. Hasil perhitungan Finansial Bisnis Informasi menunjukkan bahwa saham memberikan tingkat pengembalian melebihi 100 persen untuk investasi pada saham pada periode akhir Oktober 2008.

Menurut Bodie dkk. (2009) tujuan investasi dapat dikatakan sebagai pilihan (*trade-off*) antara *return* dan risiko. Biasanya aset finansial yang mempunyai risiko tinggi akan memberikan

return yang tinggi pula. Jika investor mengharapkan risiko yang rendah, *return* yang akan dihasilkan juga akan rendah. Akan tetapi, investasi tersebut juga masih bergantung pada karakteristik yang diinginkan investor. Ada investor yang mempunyai keinginan untuk mendapatkan hasil yang dibagikan secara berkala agak berbeda dengan investasi yang tidak menginginkannya. Bahkan ada juga investor yang menginginkan investasinya dilakukan pada instrumen investasi yang sesuai dengan agama yang dianutnya. Oleh karena itu, sangat penting memahami keinginan investor tetapi disesuaikan dengan kondisi pasar yang ada. Berbagai buku teks atau jurnal menyebutkan bahwa investasi pada produk derivatif merupakan investasi yang berisiko setelah saham.

Berinvestasi mengandung arti bahwa terdapat risiko yang dihadapi oleh investor. Risiko ini timbul disebabkan faktor masa depan yang tidak pasti (*uncertainty*). Ketidakpastian ini dapat dikurangi melalui penentuan tujuan investasi dan arus kas yang dibutuhkan investor (Yao dkk., 2002:74). Akan tetapi, investor sebaiknya dapat mengendalikan risiko investasi yang dihadapinya. Fredman (1996) menyatakan bahwa kemampuan investor untuk mengendalikan risiko selalu dihubungkan dengan karakteristik individu seperti umur, periode investasi, kebutuhan likuiditas, *size* portofolio, pendapatan, pengetahuan investasi dan sikap terhadap fluktuasi harga. Pemahaman atas tujuan investasi arus kas yang dibutuhkan dan risiko memberikan argumentasi untuk menentukan aset alokasi investasi yang akan dilakukan.

Seperti diuraikan sebelumnya bahwa dalam berinvestasi, tingkat pengembalian merupakan tujuan utama. Untuk mencapai tujuan tersebut, *Financial Analyst Journal* menerbitkan sebuah hasil penelitian (Manurung, 2008) yang menyatakan bahwa salah satu faktor penting dalam menentukan kinerja portofolio investasi adalah bagaimana investor tersebut membagi investasinya ke berbagai instrumen investasi. Penelitian tersebut menyatakan bahwa alokasi aset memberikan sumbangan sebesar 91 persen dari kinerja, pemilihan instrumen (saham) sebesar 5 persen dan *market timing* sebesar 2 persen, serta faktor lainnya (termasuk keberuntungan) sebesar 2 persen. Dengan demikian, penelitian ini secara jelas menyatakan bahwa alokasi aset sangat penting agar kinerja portofolio investasi tidak lebih jelek dari tolok ukurnya. Alokasi aset atas investasi individu dapat dilihat di Tabel 2. Semakin tinggi umur seseorang, semakin kecil investasinya pada aset berisiko atau aset spekulasi. Alokasi aset ini dibuat disesuaikan dengan umur serta toleransi pada risiko. Umumnya, individu yang lebih tinggi umurnya sangat kecil toleransinya terhadap risiko, yaitu yang berumur muda sangat berani menghadapi risiko.

Alokasi aset investasi tersebut juga dapat dikaitkan dengan jenis investor yang berhubungan dengan risiko. Investor yang *risk averse* biasanya mempunyai toleransi risiko yang kecil sehingga alokasi aset akan lebih banyak pada instrumen berpendapatan tetap dan pada saham semakin kecil. Jika investor termasuk *risk neutral*, alokasi aset atas investasi akan seimbang antara saham dengan instrumen berpendapatan tetap. Akan tetapi, investor yang termasuk kelompok menyukai risiko akan melakukan investasi semakin besar pada instrumen saham dan semakin kecil pada instrumen berpendapatan tetap.

Minat investasi dari investor ini dapat dipengaruhi berbagai variabel yang selalu menjadi bahan diskusi berbagai pihak. Diharja (2008) menyimpulkan hasil penelitian untuk sampel 100 orang dengan variabel tidak bebas, yaitu minat investasi masyarakat dengan beberapa variabel. Untuk variabel kategori seperti umur, jenis kelamin, status, pendidikan, pekerjaan, penghasilan,

Tabel 2. Alokasi Asset Investasi Individu

Umur	100 – Umur +15% atau – 25%	Aset Spekulasi	Pendapatan Tetap
20	95	95%	5%
30	85	85%	15%
40	75	75%	25%
50	25	25%	75%
60	15	15%	85%
65	10	10%	90%

Sumber: Adler Haymans Manurung (2008)

lokasi tempat tinggal, lokasi tempat kerja dan sisa penghasilan, hanya variabel pekerjaan dan penghasilan yang berpengaruh secara signifikan terhadap minat investasi masyarakat. Ada sembilan variabel bebas, yaitu *return* dan risiko, likuiditas, rentang waktu, pajak dan biaya, peraturan, hukum dan kredibilitas, teknologi dan infrastruktur, variasi produk, pasar dan ketersediaan informasi yang dihubungkan dengan minat investasi masyarakat. Oleh karena itu, variabel *return* dan risiko, serta variabel variasi produk secara signifikan mempengaruhi minat investasi masyarakat.

JENIS INVESTOR

Investor dapat dikelompokkan ke dalam dua kelompok besar, yaitu investor individu dan investor institusi (Maginn and Tuttle, 1990). Investor institusi adalah lembaga yang dananya berasal dari lembaga pensiun, asuransi, reksa dana, perusahaan dan lembaga keuangan, sedangkan investor individu biasanya dilakukan oleh perorangan. Kedua investor tersebut mempunyai pandangan yang sedikit agak berbeda dalam berinvestasi. Jika investor individu sendiri diperhatikan berdasarkan jenis kelamin, perbedaan dalam memandang risiko dalam berinvestasi akan terjadi. Beberapa penelitian yang dilakukan Bajtelsmit dan Vanderhei (1996) serta Hinz dkk. (1996) menyatakan bahwa wanita lebih konservatif dalam menginvestasikan dana pensiunnya dibandingkan dengan laki-laki. Dalam mengklasifikasikan sikap terhadap risiko, Jianakoplos dan Bernasek (1996) menyatakan bahwa wanita lebih *risk averse* dibandingkan laki-laki. Selanjutnya, perbedaan antara investor individu dengan institusi diperlihatkan pada tabel 2 berikut ini. Perbedaan terletak pada pandangan terhadap risiko, kategori investasi, tujuan asset, keputusan yang diambil dan pajak.

Investor individu itu sendiri dapat dikelompokkan menjadi tiga kelompok berdasarkan risiko yang ditolerir, yaitu *risk seeker*, *risk averter* dan *risk neutral*. Investor *risk seeker* adalah investor yang menyukai risiko dan bisa terjadi risiko lebih tinggi dari hasil yang diperolehnya. Investor *neutral* adalah investor yang besaran risiko seimbang dengan besaran tingkat pengembalian yang diperoleh. Biasanya, investor *neutral* ini dianggap investor yang moderat.

Tabel 2. Perbedaan Investor Individu dan Institusi

Karakteristik	Individu	Institusi
Risiko	Kerugian uang	Simpangan baku
Kategori	<i>psychographics</i>	Karakter investasi
Tujuan asset	<i>Life-cycle</i>	Asset dan hutang
Keputusan	Keputusan sendiri	Keputusan tim
Pajak	Pajak final	Bebas pajak

Sumber: Jianakoplos dan Bernasek (1996)

Selanjutnya, investor *risk averse*, yaitu investor yang masih bisa mentolerir risiko yang kecil, bukan tidak mau menerima atau menghindari risiko. Jika dilihat dari sudut instrumen investasi tidak satupun yang memiliki risiko nol. Obligasi pemerintah pun masih mempunyai risiko walaupun berbagai pihak menyatakan nol. Risiko yang dihadapi investor dalam berinvestasi obligasi pemerintah, yaitu risiko daya beli, risiko perubahan mata uang negara yang bersangkutan, risiko perubahan tingkat bunga dan risiko likuiditas dari obligasi tersebut.

Investor juga dapat dikelompokkan berdasarkan umur investor yang bersangkutan. Investor yang memiliki umur kurang dari 35 tahun merupakan investor yang dapat dimasukkan dalam kelompok berisiko tinggi. Pada kelompok ini investor masih bisa menerima risiko tinggi sehingga jantungnya tidak berdenyut. Jika diperhatikan pada kehidupan sehari-hari, kelompok umur ini yang masih mempertaruhkan segalanya untuk mendapatkan keinginannya. Jika dihubungkan dengan instrumen investasi, kelompok umur ini yang sangat layak ditawarkan saham dan derivatif. Gejolak harga saham tidak menjadi persoalan pada kelompok umur ini karena target yang diinginkan, yaitu tingkat pengembalian yang tinggi dalam jangka panjang.

Kelompok umur kedua yaitu kelompok umur diantara 35 tahun sampai dengan 50 tahun. Kelompok ini dianggap mempunyai risiko moderat. Pada kelompok ini risiko yang dioleri seimbang antara risiko dan tingkat pengembalian. Jika diperhatikan dalam pekerjaannya, kelompok ini merupakan kelompok pada posisi karir moderat dan mendekati puncaknya. Investor kelompok ini akan mulai menurunkan proporsi saham dan menaikkan proporsi instrumen berpendapatan tetap. Jika investor kelompok ini berinvestasi pada Reksa Dana, Reksa Dana Campuran yang paling cocok.

Kelompok umur ketiga yaitu kelompok umur 50 tahun dan selanjutnya. Pada kelompok ini investasi yang dilakukan sudah sangat hati-hati karena takut akan kehilangan dana yang sudah dibangun selama ini. Kelompok ini dapat disebut sebagai penganut *risk averse* dan umumnya mendekati pensiun dan para pensiunan. Pada umumnya, kelompok ini menginginkan pendapatan yang teratur untuk membiayai hidup sehari-harinya. Oleh karena itu, kelompok ini tidak banyak menginvestasikan dananya pada saham dan umumnya pada instrumen yang secara

reguler memberikan imbal hasil. Jika berinvestasi pada Reksa Dana, Reksa Dana Pendapatan Tetap yang cocok dan sedikit (maksimum 15 persen) pada Reksa Dana Saham. Jika investor sudah pensiun, sebaiknya berinvestasi pada instrumen berpendapatan tetap. Tindakan ini untuk menghindari risiko dan memastikan pendapatan reguler untuk kehidupan sehari-hari.

Jika investor dikelompokkan berdasarkan kelembagaan, tingkat pengembalian dan toleransi risikonya diuraikan pada tabel 3.

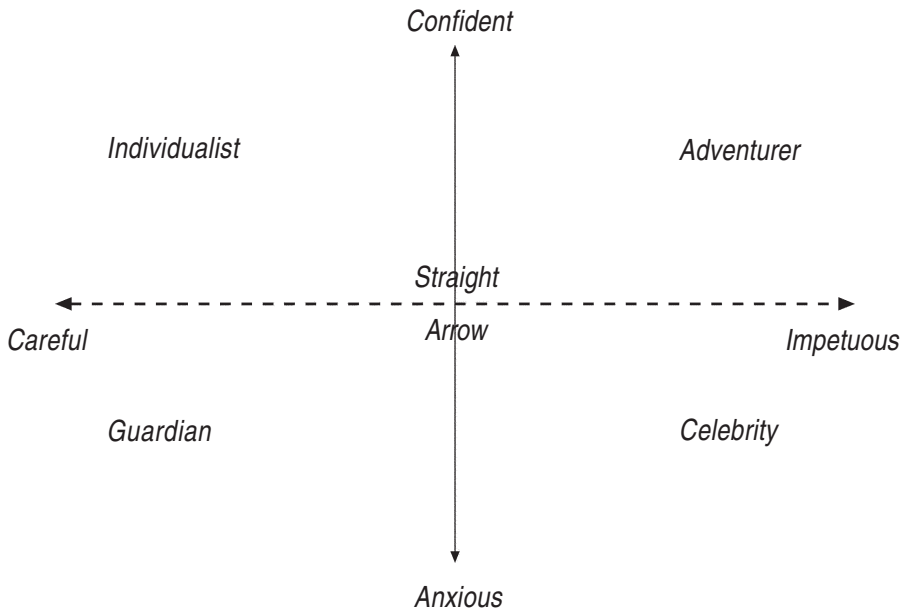
Tabel 3. Toleransi Return dan Risiko Investor

<i>Type of Investor</i>	<i>Return Requirement</i>	<i>Risk Tolerance</i>
<i>Individual and Personal Trusts</i>	<i>Life cycle (education, children, retirement)</i>	<i>Life cycle (younger are more risk tolerant)</i>
<i>Mutual Fund</i>	<i>Variable</i>	<i>Variable</i>
<i>Pension Funds</i>	<i>Assumed actuarial rate</i>	<i>Depends on proximity of payouts</i>
<i>Endowment Funds</i>	<i>Determined by current income needs and need for asset growth to maintain real value</i>	<i>Generally conservative</i>
<i>Life Insurance Companies</i>	<i>Should exceed new money rate by sufficient margin to meet expenses and profit objectives; also actuarial rates important</i>	<i>Conservative</i>
<i>Non-life Insurance Companies</i>	<i>No minimum</i>	<i>Conservative</i>
<i>Bank</i>	<i>Interest spread</i>	<i>Variable</i>

Bagan 2 memperlihatkan lima karakteristik personalitas investor. Karakteristik lima investor ini diperkenalkan oleh Bailard dkk. (1986). Terdapat dua sumbu vertikal dan sumbu horizontal, sumbu vertikal menunjukkan aspek *psychology confident – anxious* dan sumbu horizontal menunjukkan aspek *psychology careful – impetuous*.

Ada lima karakteristik investor, yaitu *individualist*, *adventurer*, *guardian* dan *celebrity* serta *straight arrow*. *Individualist* adalah seseorang yang cenderung menghindari volatilitas yang ekstrim, dan ia mempunyai keinginan yang tinggi dan yakin serta tidak ingin terburu-buru. Investor jenis ini suka melakukan riset sendiri dan dapat disebut klien yang ideal dan rasional sebagai investor.

Bagan 2. Karakteristik Personalitas Investor



Sumber: Bailard dkk. (1986)

Sedangkan *adventurer* adalah seseorang yang suka melakukan pekerjaan sendiri tanpa mengharapkan bantuan orang lain. Ia mempunyai keyakinan yang tinggi dan biasanya berpenampilan seperti seorang pengusaha. Investor yang bersifat *adventurer* sangat sulit menerima nasihat orang lain. Ia merasa mempunyai pengetahuan yang cukup, pikiran serta ide dalam berinvestasi tanpa harus minta pendapat orang lain. Di samping itu, seorang *adventurer* sangat berani menanggung risiko, sehingga sangat berkonsentrasi pada perjudiannya, sangat terdiversifikasi dan memiliki banyak asset.

Bagaimana dengan investor yang berkarakter *celebrity*? Tipe ini senang mengikuti *fashion* dan sangat ketakutan bila ditinggal oleh sekelilingnya. Kelompok ini tidak mempunyai ide tentang investasi tetapi kehidupannya glamor dan biasanya menjadi rebutan para manajer investasi. Kelompok ini sangat susah diajak para manajer investasi untuk melakukan tindakan kontrarian pada aktivitas investasi.

Guardian adalah kelompok yang sangat hati-hati berspekulasi dan kurang yakin terhadap tawaran investasi dan lebih menyukai yang aman saja untuk melindungi dan mengembangkan kekayaannya untuk masa depan. Artinya, kelompok ini tidak suka volatilitas tinggi, tidak mempunyai kemampuan untuk meramalkan apa yang akan terjadi pada masa mendatang sehingga membutuhkan arahan untuk berinvestasi.

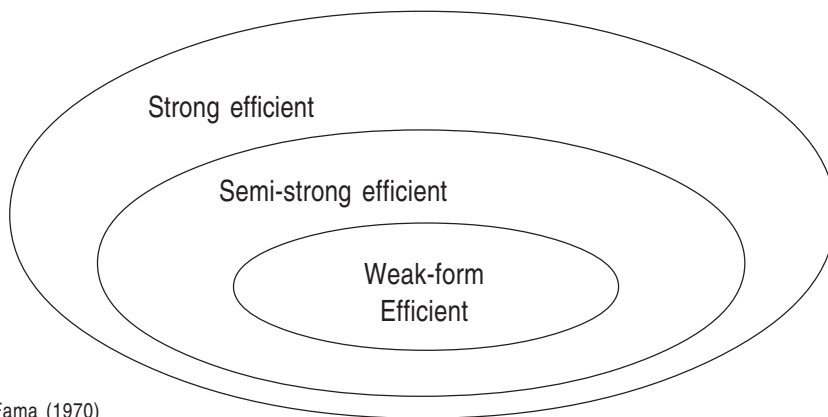
Sementara itu *straight arrow* merupakan kelompok yang tidak termasuk dalam keempat kelompok di atas. Kelompok ini merupakan kelompok investor rata-rata dan dianggap relatif seimbang dari empat karakteristik tadi. Kelompok ini biasanya memahami terjadinya risiko investasi yang sedang dilakukannya. Oleh karena itu, pemahaman terhadap karakteristik investor sangat penting karena bermanfaat untuk membangun portofolio.

Pemahaman atas karakteristik pribadi investor serta risiko yang ditolerir akan memberikan penentuan alokasi aset investasi yang sesuai dengan investor. Seringkali para investor tertipu karena tidak memahami tujuan investasi, toleransi risiko dan karakteristik pribadi sehingga investor melakukan investasi tanpa perhitungan, bahkan hanya mengekor.

EFISIENSI BURSA

Fama (1970) mengemukakan tentang pasar efisien dan membagi pasar efisien tersebut ke dalam tiga kelompok besar, yaitu pasar efisien yang lemah (*weak form efficient*), pasar efisien setengah kuat (*semi-strong efficient*) dan pasar efisien sangat kuat (*strong efficient*). Bagan 3 di bawah ini memperlihatkan hubungan ketiga bentuk pasar efisien yang dikemukakan oleh Fama.

Bagan 3. Bentuk Efisiensi Pasar



Sumber: Fama (1970)

Pengujian bentuk lemah (*weak-form tests*) merupakan pengujian efektifitas tingkat pengembalian masa lalu memprediksi tingkat pengembalian di masa mendatang. *Semi-strong efficient* merupakan pengujian tingkat kecepatan harga saham merefleksikan pengumuman informasi publik. Bentuk efisien kuat (*strong efficient*) merupakan ujian apakah investor yang memiliki informasi privat dan tidak direfleksikan pada harga pasar. Kemudian Fama (1991) mengubah ketiga bentuk efisien pasar tersebut: *weak-form efficient* diubah menjadi *tests for return predictability*; *semi-strong form efficient* diubah menjadi *event studies* dan *strong form efficient* diubah menjadi *tests for private information*. Perubahan ini untuk menyatakan pengujian yang sebenarnya dilakukan.

Pasar efisien berdasarkan keputusan yang dibuat dikembangkan oleh Hartono (2001 dan 2005) yang menyatakan bahwa ada dua faktor yang menyebabkan pasar efisien berdasarkan keputusan, yaitu informasi yang tersedia dan kecangihan pelaku pasar. Uraian mengenai pasar efisien berdasarkan keputusan ini merupakan pengembangan bentuk pasar efisien yang *semi strong* dalam uraian Fama (1970).

Pelaku pasar harus cangguh menggunakan atau memakai semua informasi publik yang disampaikan emiten dalam mengambil keputusan karena informasi publik tersebut memberikan sinyal kepada pelaku pasar mengenai perusahaan sehingga keputusan yang diambil harus

Tabel 4. Penelitian Efisiensi Pasar Beberapa Pasar Saham

Stock Exchange	Peneliti	Sampel	Terima H0 (Acak)	Tolak H0 (Tidak Acak)
BEJ	Manurung (1995)	30	26 (86,7%)	4 (13,3%)
	Jasmina (1996)	32	21 (66%)	11 (34%)
	Suha (2004)	45	28 (62,3%)	17 (37,7%)
Kuala Lumpur	Laurence (1986)	16	10 (62,5%)	6 (37,5%)
Singapura		24	7 (29,2%)	17 (70,8%)
Kuwait	Butler dan	36	22 (61,2%)	14 (38,8%)
Arab Saudi	Malaikah (1992)	35		35 (100%)
Johannesburg	Roux dan Gilbertson (1978)	24	1 (4,2%)	23 (95,8%)
Norwegia	Jennergren and	15	1 (6,7%)	14 (93,3%)
Swedia	Korsvold (1975)	30	27 (90%)	3 (10%)
New York	Fama (1965)	30	22 (73%)	8 (27%)

Sumber: Manurung (2005).

tepat. Persoalan yang timbul dari uraian ini, adalah jika pelaku pasar (investor) sudah canggih tetapi tidak diikuti oleh penegakan hukum yang benar (*law enforcement*), investor tidak akan mendapatkan yang diinginkannya. Oleh karena itu, pasar yang efisien memiliki karakteristik, yaitu investor yang *smart*, informasi yang tersedia, berjalannya penegakan hukum, serta adanya keteraturan di pasar tersebut.

Beberapa penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa BEJ 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 terhadap BEJ 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 yang lemah. Selanjutnya, Husnan (1992) menulis artikel mengenai efisiensi Pasar Modal di Indonesia yang dilihat secara mikro dan 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 mencapai efisiensi dalam bentuk lemah (*weak-form efficient*) dan juga bentuk setengah kuat (*semi-strong efficient*). Kemudian, Affandi dan Utama (1998) melakukan penyelidikan terhadap BEJ dengan menggunakan *cumulative average abnormal return* untuk menguji pengumuman laba dengan *stock return* yang juga dikenal pasar efisien dalam bentuk setengah kuat untuk periode 1996 dan 1997.

Penelitian tersebut menyebutkan BEJ belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat. Hermanto (1998) juga menyampaikan hasil yang sama untuk ketidakefisiensian BEJ dengan menggunakan kointegrasi dan menambahkan adanya peubah tambahan, yaitu peubah makro moneter seperti nilai kurs dolar AS terhadap rupiah dan uang yang beredar (M2). Jasmina (1999) melakukan penyelidikan terhadap efisiensi BEJ dalam bentuk yang lemah dan menggunakan *run test*, *autocorrelation test* dan *variance ratio test* untuk Januari 1990 sampai dengan Desember 1996. Kesimpulannya adalah BEJ tidak memenuhi pasar yang efisien bentuk lemah. Selanjutnya, Suha (2004) juga melakukan penelitian terhadap BEJ dengan menggunakan data 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 yang lemah.

Hasil empiris tersebut menyebutkan bahwa bursa belum efisien sehingga manajemen bursa harus bekerja lebih keras agar bursanya lebih efisien. Jika bursanya telah efisien, investor telah terlindungi dari transaksi yang dilakukan investor yang pintar. Manajemen bursa harus terus membuat peraturan-peraturan agar tidak terjadi transaksi yang membuat investor mengalami kerugian sehingga tidak mau bermain saham di bursa. Peraturan-peraturan bursa merupakan alat manajemen bursa untuk melindungi investor dari tindakan pihak lain melalui transaksi atau penyebaran informasi. Salah satu contoh konkrit yang harus dilakukan manajemen bursa adalah membuat peraturan *short selling* yang seksama agar tidak terjadi penjualan besar-besaran yang membuat keuntungan pada satu pihak. Kejadian transaksi REPO membuat bursa mengalami gonjang-ganjing karena manajemen bursa tidak mengantisipasi semua transaksi yang ada di pasar modal dan yang mempunyai kaitan terhadap bursa.

Menteri Keuangan sudah meminta penyelesaian secepatnya terhadap kasus pemain *short selling* yang tidak bisa ditangkap. Namun, hal ini masih mengundang banyak komentar. Permintaan Menteri Keuangan ini tidak akan bisa terpenuhi jika peraturannya belum dibuat. Jika peraturannya dibuat, tidak mungkin sebuah peraturan berlaku surut. Jika berlaku surut, akan timbul persoalan dalam hukum kita. Artinya, apa saja yang dikerjakan direksi selama ini? Bukankah mereka duduk disana untuk melindungi investor atau hanya karena dekat dengan penguasa sehingga bekerja seandainya.

CARA BERINVESTASI DI BURSA

Ada beberapa teknik yang dapat dipergunakan melakukan investasi di Bursa Efek Indonesia. Manurung (2004) menyebutkan ada beberapa teknik bermain saham di BEI yaitu:

- a. Strategi Kontrarian
- b. Strategi Random

- c. Strategi Filter
- d. Strategi Market Timing
- e. Strategi Nilai

Strategi kontrarian adalah transaksi saham yang berlawanan dengan kebiasaannya. Investor yang menggunakan strategi ini melakukan pembelian saham ketika pasar sedang mengalami penurunan ketika investor lain sedang gembira melakukan penjualan dan menjual saham ketika pasar sedang mengalami kenaikan, sementara investor lain sedang berusaha masuk membeli saham.

Yang dimaksud dengan strategi random adalah investor melakukan transaksi yang tidak terduga dan bahkan melakukan *short selling*. Investor membeli saham yang kemungkinan naik dalam jangka pendek dan investor mendapatkan profit. Akan tetapi, investor juga akan tetap menghadapi risiko yang tinggi ketika memegang saham tersebut. Biasanya investor menjual sahamnya bila sudah naik 5 persen – 15 persen dalam jangka pendek.

Strategi filter adalah strategi yang menggunakan filter atas transaksi saham yang akan dilakukan. Konsep yang digunakan yaitu investor akan membeli saham jika harga saham tersebut naik sebesar filter yang ditentukan dan kemudian menjualnya jika turun sebesar filter tersebut. Jika harga saham tersebut naik terus dan tidak pernah turun sebesar filter yang ditentukan, saham tersebut tetap dipegang investor. Filter yang dimaksud adalah persentase, misalnya 1 persen, 3 persen dan sebagainya, serta filter akan berbeda untuk setiap saham. Filter untuk saham Telkom akan berbeda dengan filter saham Indosat.

Strategi *market timing* menggunakan pergerakan bursa untuk membeli dan menjual atau bertransaksi saham di bursa. Jika saham diperkirakan akan mengalami kenaikan (*bullish*), investor membeli saham dan menjualnya ketika bursa akan mengalami penurunan (*bearish*). Teknik ini digunakan hanya untuk membeli saham sekaligus atau saham yang mempunyai pergerakan sama dengan bursa ($\beta = 1$).

Strategi nilai memberikan arti bahwa investor mempunyai pandangan yang sangat panjang atau berinvestasi dengan jangka panjang. Pandangan ini membuat investor harus mencari saham yang mempunyai *value stock*. *Value stock* adalah saham-saham yang harganya di pasar lebih rendah dari nilai bukunya. Jika perusahaan melakukan likuidasi, investor akan memperoleh hasil sebesar nilai buku di mana jumlah hutang dapat dibayar dengan aset lancar perusahaan.

Uraian strategi investasi tersebut juga memberikan nasehat kepada investor agar investor harus memahami risiko yang dihadapi. Investor tidak bisa melihat keuntungan di masa lalu sebagai alat untuk berinvestasi karena melakukan investasi merupakan tindakan pembelian atas situasi di masa mendatang yang belum pasti. Oleh karena itu, informasi sangat penting dalam berinvestasi karena informasi yang diperoleh merupakan alat yang digunakan untuk mengambil keputusan berinvestasi (Stiglitz, 1993). Nilai informasi (Copeland, 2005:355) secara matematis dapat diilustrasikan sebagai berikut:

$$V(\eta) = \sum_m q(m) * \text{Max} \sum_e p(e/m) * U(a, e) - V(\eta_0)$$

dimana

$q(m)$ = probabilitas marginal menerima sebuah informasi m .

$p(e/m)$ = probabilitas bersyarat sebuah kejadian e dimana informasi m ditentukan.

$U(a,e)$ = utilitas yang dihasilkan sebuah tindakan a jika kejadian e terjadi, dimana harus disebutkan sebagai fungsi benefit.

$V(c_0)$ = ekspektasi utilitas pengambil keputusan tanpa informasi,

Informasi tersebut dapat dibeli atau didapatkan secara gratis dan informasi ini digunakan berbagai pihak untuk membuat pasar tidak efisien sehingga ada pihak yang diuntungkan. Pengelolaan informasi agar investor tidak dirugikan merupakan sebuah tindakan perlindungan investor.

PERLINDUNGAN INVESTOR

Investor merupakan faktor penting hingga terjadinya transaksi di pasar modal. Investor yang melakukan transaksi tersebut sebaiknya mendapat perlindungan dari regulasi. Kepastian membeli dan menjual barang harus didapatkan investor yang bersangkutan. Investor ini bisa dikelompokkan menjadi investor minoritas dan investor mayoritas. Investor minoritas hanya bisa mengendalikan perusahaan melalui RUPS, di mana investor mayoritas mempunyai kewenangan penuh dalam mengendalikan perusahaan. Perlindungan terhadap investor minoritas ini menjadi sangat penting agar keberadaan bursa tetap berjalan. Perlindungan terhadap investor merupakan kewajiban negara melindungi rakyatnya (Hadjon, 1987). Negara yang dimaksud adalah Bapepam sesuai dengan Undang Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Perlindungan investor ini merupakan sebuah penerapan keadilan terhadap seluruh investor. Keadilan merupakan tujuan hukum yang harus dijunjung tinggi oleh negara dan masyarakat. Rawls (1995) dalam bukunya *A Theory of Justice* menyatakan bahwa keadilan juga sebagai sesuatu tindakan kewajaran (*fairness*). Investor yang melakukan pembelian atau penjualan terhadap instrumen keuangan (baik saham maupun obligasi) juga harus menerapkan *fairness*. Kewajaran ini sangat penting terutama dalam bertransaksi. Kewajaran ini akan timbul bila penyebaran informasi dilakukan secara merata atau perusahaan melakukan keterbukaan informasi.

Pemberian keadilan terhadap investor juga merupakan perlindungan hukum terhadap investor. Untuk memberikan perlindungan hukum maka harus dilakukan penegakan hukum (*law enforcement*). Soekanto (2004) juga menyebutkan ada beberapa faktor yang mempengaruhi penegakan hukum tersebut yaitu:

- a. Faktor hukumnya sendiri, yakni Undang-Undang, Peraturan Bapepam, dan Peraturan Bursa.
- b. Faktor Penegak hukum, yakni pihak-pihak yang membentuk maupun menerapkan hukum.
- c. Faktor sarana atau fasilitas yang mendukung penegakan hukum.
- d. Faktor masyarakat, yakni lingkungan di mana hukum tersebut berlaku atau diterapkan.
- e. Faktor kebudayaan, yakni sebagai hasil karya, cipta dan rasa yang didasarkan pada karsa di dalam pergaulan hidup.

Kelima faktor ini menjadi tolok ukur penegakan hukum yang dilihat dari hasilnya. Penegakan hukum ini harus dilakukan dengan komitmen yang tinggi dan konsisten agar investor tetap

terlindungi. Salah satu faktor penting dalam penegakan hukum adalah penegak hukum sendiri, dalam kasus pasar modal dimulai dari Bursa dan selanjutnya Bapepam dan akhirnya pengadilan. Jika penyelesaian tidak jelas dan tuntas pada tahap awal yaitu di Bursa, penyelesaian selanjutnya tidak akan pernah menjadi jelas dan tuntas.

Reformasi atas seluruh bursa perlu dilakukan agar penegakan hukum dapat dilakukan. Reformasi peraturan yang saat ini menguntungkan para bandit pasar modal harus diubah agar investor terlindungi. Salah satu tindakan yang perlu dilakukan segera adalah edukasi terhadap masyarakat agar pemahaman atas investasi semakin baik. Peraturan yang melindungi investor harus terus diterbitkan dan jika terjadi kesalahan harus ada tindakan. Bagaimana mungkin regulator dapat menindak para pemain pasar yang melanggar hukum (hukum normatif) jika aturan yang jelas tidak diterbitkan pihak regulator.

Setelmen (*settlement*) di bursa sudah saatnya diubah menjadi T+1 bukan T+3. T+1 membuat bursa akan lebih efisien dan investor akan bisa dilindungi. Dengan adanya T+1, setiap investor harus mempunyai rekening di sentral kustodi, yaitu PT KSEI dan PT KPEI. Setiap investor dapat bertransaksi di berbagai perusahaan sekuritas, tidak perlu hanya di satu perusahaan. Investor punya PIN yang dapat membuka rekeningnya di KSEI dan KPEI, sehingga terjadi transaksi dan kemungkinan *short selling* tidak akan terjadi lagi.

Tindakan ini tidak mungkin dilakukan karena adanya keinginan menguasai bursa atau adanya mafia di bursa. Sebaiknya regulator menyingkirkan bursa mafia tersebut agar bursa efisien sesuai teori yang telah dikembangkan Fama.

SIMPULAN

Dalam berinvestasi di bursa, investor harus menggunakan dana yang tidak perlu dipakai sehingga investor tidak mempersoalkan penurunan harga yang terjadi dalam jangka pendek. Investor yang berinvestasi di bursa selalu mempunyai tujuan yang periodenya sangat panjang. Investor juga harus memahami risiko yang dapat ditolerir untuk berinvestasi. Akan tetapi, investor juga harus dilindungi agar tidak terjadi transaksi yang tidak sesuai dengan yang semestinya. Regulator harus membuat peraturan agar tetap terjadi perlindungan investor dan peraturan tersebut harus diperbaharui sesuai dengan keadaan yang berlaku untuk kepentingan pihak yang lebih banyak.

DAFTAR PUSTAKA

- Affandi, U. dan S. Utama (1998). Uji efisiensi bentuk setengah kuat pada BEJ. *Majalah Usahawan*, No. 3 TH. XXVII, Maret. 42 – 47.
- Arnott, Rober D. and Frank J. Fabozzi (1988). *Asset allocation: A handbook of portfolio policies, strategies & tactics*. Probus Publishing Company: Singapore.
- Bailard, Thomas E.; Biehl, David I and Ronald W. Kaiser (1986). *Personal money management*. 5th eds. Science Research Associates Inc.
- Bajtelsmit, V. L. and J. A. Vanderhei (1996). Risk aversion and retirement income adequacy. In Olivia S. Mitchell (ed), *Positioning pensions for the twenty first Century*. University of Pennsylvania Press
- Bodie, Z., A. Kane and A. J. Marcus (2009). *Investments*. 8th eds. McGraw-Hill: Singapore.
- Copeland, T. E. J., F. Weston and K. Shastri (2005). *Financial theory and corporate policy*; 4th

- eds., Addison Wesley, New York, pp. 355 Brealey, R. A and S. C. Myers (200); Principles of Corporate Finance; 6th eds., McGraw Hill: Singapore.
- Budge, G. S. (2008). *The new financial advisor: Strategies for successful family wealth management*. John Wiley & Sons Inc.
- Chorafas, D. N. (2006). *Wealth management: private banking, investment decisions and structured financial products*. Butterworth: Heinemann.
- Diharja, A. (2008). Analisis daya tarik pasar modal di Indonesia terhadap minat investasi masyarakat. Tesis Magister Manajemen, Binus Business School, Program Studi Magister Manajemen Finance & Investment. Binus University.
- Droms, W. G. (1986). *Assety allocation for the individual investor*. The Institute Chartered Financial Analysis. USA.
- Edessess, M. (2007). *The big investment lie: What your financial advisor doesn't want you to know*. Berrett-Koehler Publishers, Inc.: San Francisco, USA.
- Fama, E. F (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, Vol. 25. 383 – 417.
- Fama, E. F (1991). Efficient capital market II. *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5. 1575 – 1617.
- Fredman, A. J. (1996). Wrestling with risk: A multiheaded concept with no single measure. *Associates of America individual investors*. February. 25 – 30.
- Fuady, M.(2005). *Perlindungan pemegang saham minoritas*. CV Utomo: Bandung.
- Hadjon, P. M. (1987). *Perlindungan hukum bagi rakyat di Indonesia*. PT Bina Ilmu: Jakarta
- Hartono, J. (2005). *Pasar efisien secara keputusan*. PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- 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.
- Hinz, R. P.; McCarthy, D. D. and J. A. Turner (1996). Are women conservative investor?: Gender differences in participant-directed pension investments. In Olivia S. Mitchell (ed). *Positioning pensions for the twenty first Century*. University of Pennsylvania Press.
- Husnan, S. (1990). Perilaku saham di BEJ selama tahun 1989: Perbandingan dengan tahun-tahun sebelumnya. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, Mei. 23 – 28.
- Husnan, S. (1991). Pasar modal Indonesia makin efisienkah?: Pengamatan selama tahun 1990. *Management Usahawan Indonesia*, Juni. 36 –39.
- Husnan, S. (1992). Efisiensi pasar modal Indonesia. *Jurnal Ekonomi Indonesia*, April. 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. 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, T. (2003). Forecasting with leading economic indicators – A Neural network approach. *Business Economics*, October. 42 – 54.
- Jarvis, C. R. and D. B. Mandell (2003). *Wealth protection: Build and preserve your financial fortress*. John Wiley & Sons Inc.
- Jasmina, T. (1999). Weak form efficiency tests: Evidence from The Jakarta Stock Exchange (1990 – 1996). *Ekonomi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 47, No. 2. 191 – 218.

- Jianakoplos, N. and A. Bernasek. (1996). Are women more risk averse ? Colorado State University Working Paper.
- Kritzman, M. P. (1990). Asset allocation for institutional portfolios. Business One Irwin: USA.
- Maginn, J. L. and D. L. Tuttle. (1990). Managing investment portfolios: A dynamic process; 2nd Eds. Warren, Gorham & Lamont: New York.
- Manurung, A. H. (1994a). Development of the Jakarta Stock Exchange. Tesis Master Degree, Department of Commerce. University of Newcastle: Australia. Unpublished.
- Manurung, A. H. (1996a). Stock returns and earnings announcement on the JSX. *Jurnal Manajemen Prasetya Mulya*, Vol. III, No. 6, Mei. 52 – 57.
- Manurung, A. H. (1996c). Pengaruh variabel makro, investor asing, bursa yang telah maju terhadap indeks BEJ. Tesis Magister Ekonomi, Fakultas Pascasarjana, Universitas Indonesia.
- Manurung, A. H. (1996d); Rasio keuangan: Distribusi normal ? *Majalah Management Usahwan*. No. 3, Th XXV, March 1996.
- Manurung, A. H. (1997a). Portfolio analysis on the JSX, 1992 – 1994. *Jurnal Manajemen Prasetya Mulya*, Vol. IV; No. 7; February. 43 – 55.
- Manurung, A. H. (1997b); Peta reksadana, perang tarif dan masalah gaya. *Majalah Pasar Modal Indonesia*. No. 11 Th. VIII; Nopember 1997.
- Manurung, A. H. (1997c). Portfolio BEJ: Kapitalisasi besar, kecil, dan campuran. *Majalah Usahawan*, No. 12 Th. XXVI; Desember 1997.
- Manurung, A. H. (1997d). Weak-form efficiency of the Jakarta Stock Exchange. *Jurnal Manajemen Prasetya Mulya*. Vol. IV; No. 8; Oktober. 24 - 29
- Manurung, A. (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, A. H. (2004). *Strategi memenangkan transaksi saham di Bursa*. PT Elex Media Komputindo: Jakarta.
- Manurung, A. H. (2006). *Ke mana investasi: Kiat dan panduan investasi keuangan di Indonesia*. Penerbit Buku Kompas: Jakarta.
- Manurung, A. H. (2007a). Keterbukaan informasi perusahaan: Sebuah tinjauan yuridis; Skripsi Sarjana Hukum, FH UKI, tidak diterbitkan
- Manurung, A. H. (2007b). *Reksa dana investasiku*. Buku Kompas: Jakarta.
- Manurung, A. H. (2008). *Wealth management*. Buku Kompas: Jakarta.
- Manurung, A. H. dan P. N. Permana (2005); Gejala *over reaction* pada Saham-saham LQ45 di BEJ periode 2002 – 2005. *Majalah Usahawan (forthcoming)*.
- Mardiana, R. (2008). Analisa dinamika perubahan imbal hasil saham di Bursa Efek Jakarta: Menggunakan fractal market hipotesis, Disertasi Pascasarjana Fakultas Ekonomi Univesitas Indonesia. Tidak dipublikasikan.
- Maude, D. (2006). *Global private banking and wealth management: The new realities*. John Wiley & Sons Co.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases*. John Wiley & Sons Inc.
- Priotomo, F. (2004). Penelitian *over reaction* pada saham-saham tekstil dan perdagangan besar dan eceran. Tesis Magister Manajemen FEUI, Tidak Dipublikasikan.

- Rawls, J. (1995). *A theory of justice*. Harvard University Press: Massachusetts, USA
- Ross, S. A. R. W. Westerfield and J. Jaffe. (1999). *Corporate finance*. 5th eds. McGraw-Hill: Singapore
- Rusli, H. (1997). *Perseroan Terbatas dan aspek hukumnya*. Pustaka Sinar Harapan: Jakarta.
- Safitri, I. (1998). *Transparansi independensi dan pengawasan kejahatan pasar modal*; Go Global Book and Indra Safitri & Co: Jakarta.
- Suha, F. R. (2004). *Analisis efisiensi pasar di BEJ Tahun 1999 – 2004*. Tesis Magister Pascasarjana FEUI, Tidak dipublikasikan.
- Soekanto, S. (2004). *Faktor-faktor yang mempengaruhi penegakan Hukum*. PT RajaGrafindo Persada: Jakarta.
- Soewandono, W. (2004). *Penelitian over reaction pada saham-saham Bank di BEJ Periode 2001 – 2003*. Tesis Magister Manajemen FEUI. Tidak dipublikasikan.
- Stiglitz, J. E. (1993). *The role of the State in financial markets*. Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics. 19 – 61.
- Toffler, A. and H. Toffler (2006). *Revolutionary wealth*. Alfred A. Knopf: USA.
- Yao, F., Bret Xu, P. Adams and K. Doucet. (2002). *Managing your portfolio : An investor's guide to minimizing risk and maximizing returns*. McGraw Hill: Singapore.
- Zweig, J. (2007). *Your money & your brain: How the new science of neuroeconomics can Help make you rich*. Simon & Schuster Paperbacks: Singapore.