



***BUILDING BLOCK* TEORI KEUANGAN**

Pertemuan Minggu 6

Teori Sinyal

Signalling Theory atau teori sinyal dikembangkan oleh (Ross, 1977), menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat. Hal positif dalam *signalling theory* dimana perusahaan yang memberikan informasi yang bagus akan membedakan mereka dengan perusahaan yang tidak memiliki “berita bagus” dengan menginformasikan pada pasar tentang keadaan mereka, sinyal tentang bagusnya kinerja masa depan yang diberikan oleh perusahaan yang kinerja keuangan masa lalunya tidak bagus tidak akan dipercaya oleh pasar.

Manajer pada umumnya termotivasi untuk menyampaikan informasi yang baik mengenai perusahaannya ke publik secepat mungkin, misalnya melalui jumpa pers. Namun pihak diluar perusahaan tidak tahu kebenaran dari informasi yang disampaikan tersebut. Jika manajer dapat memberi sinyal yang meyakinkan, maka publik akan terkesan dan hal ini akan terefleksi pada harga sekuritas. Jadi dapat disimpulkan karena adanya *asymmetric information*, pemberian sinyal kepada investor atau publik melalui keputusan-keputusan manajemen menjadi sangat penting (Atmaja, 2008).

Asymmetric information adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lain. Misalnya pihak manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan pihak investor di pasar modal. Teori *asymmetric information* dapat dijelaskan dengan analogi pasar mobil bekas. Penjual mobil bekas jelas memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan calon pembeli karena ia telah memakainya selama sekian waktu. Sebaliknya, calon pembeli menyadari bahwa mereka hanya memiliki sedikit info tentang mobil tersebut, akibatnya mereka akan memberikan penawaran yang relatif rendah karena ada resiko bahwa mobil yang akan dibeli ternyata "*have nothing but trouble*".

Harga yang rendah membuat pemilik mobil yang masih baik kondisinya enggan untuk menjual mobilnya, sehingga memperkuat asumsi bahwa bila ada mobil bekas yang ditawarkan, pasti kualitasnya buruk. Bila kondisi ini dibiarkan, pasar mobil bekas akan berhenti berfungsi. Rasional yang sama berlaku untuk pasar finansial. *Asymmetric information* dapat mengganggu fungsi pasar finansial sehingga harus dikurangi.

Teori Corporate Control

Teori ini menjelaskan kegiatan perusahaan berupa merger dan akuisisi yang marak pada sekitar tahun 1980-an. Makalah pertama yang menjelaskan tentang fenomena teori modern dari control perusahaan dibuat oleh Bradley (1980), yang mempelajari performa penawaran harga saham perusahaan yang menjadi target pengambil alihan. Dalam penelitiannya Bradley menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang menjadi target meningkat sekitar 30% segera begitu penawaran dibuka, dan akan tetap pada posisi sekitar itu sampai proses akuisisi ini benar-benar terjadi atau dibatalkan. Dalam penelitiannya juga ditemukan bahwa, jika tidak ada hal yang mengejutkan atau hal-hal baru, 51% dari target shares akan kembali ke harga normal/awal segera setelah pengambilalihan selesai.

Sesuatu hal yang menjadi hal penting dalam hasil ini adalah bagaimana motivasi dari manager yang menawar perusahaan ketika mereka mengumumkan pengambilalihan penawaran. Berdasarkan penelitian Bradly, kebanyakan observers mengasumsikan bahwa penawaran perusahaan memerlukan taruhan besar untuk mengambil keuntungan sebesar-besarnya setelah pengambilalihan diumumkan. Temuan Bradley menjadi inkonsisten berdasarkan penjelasan ini. Jelas sekali penawar yang berhasil tidak mengambil keuntungan perusahaan hal ini dikarenakan harga saham yang tidak dijual terlalu jauh jaraknya dengan harga sebelum penawaran. Dilain pihak, sejak harga saham yang tidak dijual jatuh, penjual akan menawarkan pengambilalihan selesai. Jelaslah para penawar menderita *capital loss* pada saham yang mereka beli.

Teori Bready mengasumsikan bahwa manager perusahaan penawar akan mengumumkan tender penawaran awal dalam upaya mengontrol asset dan operasi dari target perusahaan yang sedang berjalan. Ketika control selang penawaran dari target, yang baru, strategi operasi bernilai tinggi akan di implementasikan dan perusahaan penawar akan mendapatkan profit dari pengontrolan target yang efisien. Sepertinya memang teori ini tidak cukup revolusioner, tetapi implikasinya terhadap keuntungan ekonomi dari pasar yang tidak terbatas.

Teori Financial Intermediation

Intermediasi keuangan adalah fitur meluas dari semua negara di dunia tetapi menurut Franklin Allen (2001) ada pandangan luas bahwa perantara keuangan dapat diabaikan karena tidak memiliki efek yang nyata. Mengapa perantara keuangan penting? Salah satu alasannya adalah proporsi yang luar biasa dari setiap dolar yang dibiayai eksternal berasal dari bank. Pinjaman bank adalah sumber utama pendanaan eksternal di semua negara. Tidak satu pun dari negara-negara pasar modal signifikan sumber pembiayaan. Sebagai sumber utama pendanaan eksternal, bank memainkan peran penting dalam tata kelola perusahaan, terutama selama masa kesulitan dan kebangkrutan pada perusahaan. Konsumen menggunakan deposito bank sebagai media pertukaran namun fakta bahwa konsumen bisa mencairkan dananya setiap saat menyebabkan kepanikan perbankan di beberapa negara, secara historis, dan di banyak negara baru-baru ini.

Pada dasarnya, Jasa keuangan adalah akar lembaga dalam proses tabungan-investasi. Istilah "meminjam" dan "meminjamkan" berarti bahwa kontrak yang terlibat adalah kontrak utang. Jadi, perantara keuangan memberikan pinjaman kepada sejumlah besar konsumen dan perusahaan menggunakan kontrak utang dan mereka meminjam dari sejumlah besar agen menggunakan kontrak utang juga.

Ada sejumlah isu dalam mempelajari intermediasi yang mungkin unik, dibandingkan dengan lain bidang keuangan. Yaitu ada isu-isu data dan dalam studi intermediasi keuangan, lembaga, peraturan, dan hukum adalah penting. Sistem perbankan telah dipengaruhi oleh hukum dan peraturan selama ratusan tahun dan sulit untuk membuat kemajuan dalam banyak hal tanpa memahami variasi besar dalam struktur sistem perbankan di seluruh negara dan waktu, yang karena undang-undang dan peraturan.

Akhirnya, intermediasi dalam keadaan terus-menerus berubah sehingga tidak berlebihan untuk mengatakan bahwa banyak peneliti dalam intermediasi keuangan tidak menyadari bahwa mereka terlibat dalam sejarah ekonomi.



Menurut James (1987) Ada dua kesimpulan, Pertama, pinjaman bank adalah satu-satunya contoh di mana ada pengembalian abnormal positif yang signifikan atas pengumuman. Kedua, ekuitas yang berhubungan dengan instrumen telah kembali normal secara signifikan negatif. James menyimpulkan, bank menyediakan layanan khusus yang tidak tersedia dari pemberi pinjaman lain. Namun menurut Hasil Lummer dan McConnell menyarankan bahwa bank tidak memberi informasi atas kontak pertama dengan peminjam. Sebaliknya, bank mengambil tindakan kemudian, dan ini terungkap saat pinjaman baru atau direstrukturisasi. Hasil konsisten dengan pandangan bahwa hubungan berkelanjutan dengan bank dapat sinyal perubahan dalam nilai pasar modal. Dan banyak lagi pendapat-pendapat dari ekonom lain, dan dapat disimpulkan bahwa perantara keuangan memproduksi jasa yang tidak mudah direplikasi di pasar modal.

Teori Market Microstructure

Pada uraian sebelumnya telah dibahas mengenai efisiensi pasar, pengelolaan aset investasi investor dan tindakan investor berinvestasi menggunakan ilmu psikologi. Tetapi, pembentukan harga di pasar menjadi perhatian para akademisi, peneliti dan praktisi. Teori Struktur Mikro Pasar merupakan sebuah teori baru berkembang yang membahas pembentukan harga saham di pasar. Teori ini terus berkembang dan salah satu hadiah nobel diperoleh akademisi yang mengembangkan teori ini. O'Hara (1995) menyatakan Struktur Mikro Pasar yaitu *"The study of the process and outcomes of exchanging assets under explicit trading rules."* Konsep O'Hara ini secara jelas menyatakan bahwa studi ini membahas bagaimana harga aset terbentuk di pasar dengan aturan perdagangan yang ada.

Harris (2004) menyatakan *“Market Mikrostructure is the branch of financial economics that investigates trading and the organization of markets”*. Pernyataan ini menjelaskan bahwa struktu mikro pasar merupakan sebuah cabang ilmu ekonomi finansial yang melakukan penyelidikan perdagangan saham dan organisasi pasar. Hasbrouck (2007) menyatakan studi Struktur Mikro Pasar yaitu *“The study of the trading mechanisms used for financial securities.”* Pernyataan Hasbrouck lebih jelas dan terfokus dari O’hara dimana secara jelas disebutkan mempelajari mekanisme transaksi yang digunakan pada sekuritas keuangan.

Teori Struktur Mikro Pasar ini dimulai oleh Demsetz (1968) yang membahas tentang biaya transaksi, tetapi tidak menyatakan pembentukan harga. Tinic dan West (1972) membahas kompetisi dan harga dari jasa Dealer pada pasar OTC. Pembahasan *Bid-Ask spread* yang dimulai oleh Benston dan Hagerman (1974) pada pasar OTC. Kemudian Garman (1976) secara jelas menguraikan Struktur Mikro Pasar yang dipublikasikan pada Journal of Financial Economics. Selanjutnya, Stoll (1978) membahas peranan pelayanan dealer pada pasar saham. Selanjutnya, pemikiran tentang struktur mikro pasar ini Hilmer dan Yu (1979); Amihud dan Mendelson (1980); Roll (1984); Cohen dkk (1986); Admati dan Pfleiderer (1988); Glosten dan Harris (1988); Woodruff dan Senchack (1988); Stoll (1989); Hasbrouck (1991); Abhyankar dkk (1997); Huang dan Stoll (1997); Calamia (1999); Chung dkk (1999) Anderson dkk (2000); Purwanto (2001) Saragih (2002); Naes dkk (2006); Hasbrouck (2007); Darminto (2010) Easley dan O'Hara (2010); dan Tissaoui (2012).

Teori Perilaku Keuangan

Pada awalnya, investor dalam melakukan investasi tidak saja hanya menggunakan estimasi atas prospek instrumen investasi, tetapi faktor psikologi sudah ikut menentukan investasi tersebut. Bahkan, berbagai pihak menyatakan bahwa faktor psikologi investor ini mempunyai peran yang paling besar dalam berinvestasi. Salah satu contoh yang cukup menarik dilihat adanya rasional terikat (bounded rationality) dalam berinvestasi. Adapun contoh dari rasional terikat ini yaitu investor selalu melakukannya tidak rasional, misalnya Manajer investasi menawarkan investasi dengan tingkat pengembalian 12% per tahun dan ada teman investor menawarkan investasi yang sama dengan tingkat pengembalian 11% per tahun, investor akan memilih investasi yang ditawarkan manajer invests yang ditawarkan temannya. Pada sisi lain terjadi juga investor menjual secepatnya saham yang dimiliki bila kelihatan sudah untungl dan menahan saham sangat lama ketika harga saham turun (Shefrin, 1985).

Kasus ini memperlihatkan investor tidak mau mengalami kerugian atas investasi yang dimilikinya. Saham yang sudah drop tidak dijual sampai saham tersebut naik kembali sampai mendapatkan untung sedikit baru dijualnya. Padahal, berbagai buku teks investasi menyatakan bahwa saham merupakan investasi untuk jangka panjang. Bahkan sudah ada penelitian yang menyatakan bahwa memegang saham dalam jangka panjang sama hasilnya dengan melakukan perdagangan saham itu pada periode yang sama dengan menahan saham itu dalam jangka panjang.

Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku atau perilaku keuangan (Behaviour Finance). Shefrin (2000) mendefinisikan behaviour finance adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya. Tingkah laku dari para para pemain saham tersebut dimana Shefrin (2000) menyatakan tingkah laku para praktisi. Nofsinger (2001) mendefinisikan perilaku keuangan yaitu mempelajari bagaimana manusia secara actual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan (a financial setting). Khususnya, mempelajari bagaimana psikologi mempengaruhi keputusan keuangan, perusahaan dan pasar keuangan. Kedua konsep yang diuraikan secara jelas menyatakan bahwa perilaku keuangan merupakan sebuah pendekatan yang menjelaskan bagaimana manusia melakukan investasi atau berhubungan dengan keuangan dipengaruhi oleh faktor psikologi.

Perilaku keuangan ini mulai dikenal berbagai pihak terutama akademisi setelah Solvic (1969 dan 1972) mengemukakan aspek psikologi pada investasi dan stockbroker. Tversky dan Kahneman (1974) menyampaikan penilaian pada kondisi ketidakpastian yang bisa menghasilkan heuristik atau bias. Kahneman dan Tversky (1979) dengan teori prospek dan dilanjutkan dengan pada tahun 1992 tentang Teori prospek Lanjutan. Thaler (1985) tentang Mental Accounting; Shefrin (1985, 2000) dengan berbagai tulisan untuk pengembangan perilaku keuangan dan sebuah buku Beyond Greed and Fear. Bondt (1998) menguraikan Potrait investor individu. Statman (1995), Golberg dan Nitzsch (1999) dan Forbes (2009) tentang Perilaku Keuangan.

Pembahasan teori Perilaku Keuangan ini sedikit agak lebih hati-hati karena sudah memasukkan analisis faktor psikologi dalam membahas keputusan dalam bidang keuangan. Kahneman sebagai salah satu promotor teori ini mendapatkan hadiah Nobel pada tahun 2002 yang memberikan alternatif analisis dalam bidang ekonomi dan keuangan.



Shefrin (2000) menyatakan ada tiga tema yang dibahas dalam Perilaku Keuangan, dimana tema tersebut dibuat dalam bentuk pertanyaan yaitu:

- Apakah Praktisi keuangan mengakui adanya kesalahan karena selalu berpatokan kepada aturan yang telah ditentukan (rules of thumb). Bagi penganut Perilaku Keuangan mengakuinya sementara keuangan tradisional tidak mengakuinya. Penggunaan rules of thumb ini disebut dengan Heuristics to Process data. Penganut keuangan tradisional selalu menggunakan alat statistik secara tepat dan benar untuk mengolah data. Sementara penganut Perilaku Keuangan melaksanakan rules of thumb seperti “back-of-the-envelope calculations” dimana ini secara umum tidak sempurna. Akibatnya, praktisi memegang “biased beliefs” yang mempengaruhi memenuhi janji terhadap kesalahan tersebut. Tema ini dikenal dengan *Heuristic-driven bias*.



- Apakah bentuk termasuk inti persoalan (substance) mempengaruhi praktisi ? Penganut Perilaku Keuangan menyatakan bahwa persepsi praktisi terhadap risiko dan tingkat pengembalian sangat dipengaruhi oleh bagaimana “decision problem” dikerangkannya (framed). Sementara penganut Keuangan Tradisional memandang semua keputusan berdasarkan transparan dan objektif. Tema ini dikenal dengan *frame dependence*.

- Apakah kesalahan dan kerangka mengambil keputusan mempengaruhi harga yang dibangun pada pasar ? Penganut Perilaku Keuangan menyatakan “heuristic-driven bias” dan pengaruh framing menyebabkan harga jauh dari nilai fundamentalnya sehingga pasar tidak efisien. Sementara penganut Keuangan Tradisional mengasumsikan pasar efisien seperti yang diuraikan Fama (1970). Tema ini dikenal dengan pasar tidak efisien (*inefficient market*).

Statman (1995) menyatakan bahwa manusianya rational untuk keuangan tradisional dan berpikir normal untuk perilaku keuangan. Sementara Shefrin (2005) menyatakan bahwa perbedaan Perilaku Keuangan dan Keuangan Tradisional ditunjukkan oleh dua persoalan untuk harga aset yaitu: pertama, sentiment, dimana sentiment ini merupakan faktor yang dominan dalam terjadinya harga di pasar untuk Perilaku Konsumen. Sementara Keuangan Tradisional menyatakan harga aset selalu dikaitkan dengan risiko fundamental atau *time varying risk aversion*. Kedua, ekspektasi utilitas, melakukan maksimumisasi ekspektasi utilitas untuk keuangan tradisional. Sementara, perilaku keuangan menyatakan bahwa investor tidak sesuai dengan teori ekspektasi utilitas.

Salah satu penggagas teori ini Kahneman dan Tversky (1979) yang memperkenalkan teori Prospek. Teori ini dimulai dengan mengkritik teori Utilitas yang paling banyak dipergunakan dalam menganalisis investasi terutama dalam kondisi berisiko. Manusia dalam mengambil keputusan berperilaku menurut ilmu psikologi. Pengambilan keputusan kondisi berisiko dapat dipandang sebagai sebuah pilihan antara prospek atau *gambles*.

end

