

EFISIENSI PASAR DAN BEHAVIORAL FINANCE

Kunto Wibhisana
Akademi Manajemen Administrasi Dharmala

An efficient market concept is a factor which is included in manager's consideration in making decision related to firm's financial, especially the decision related to firm's stock. In the decision-making, there are some theories which are employed to determine the appropriate policy to be done. However, beside the efficient market condition, it connected with manager's behavior and the information available in the market. This paper will try to discuss the market efficiency, behavioral finance, and some models which can be used to analyze the related problems.

Keywords: behavioral finance, market efficiency, firm's financial, firm's stock

PENDAHULUAN

Dalam suatu perusahaan, manajemen memegang peranan penting dalam pengambilan keputusan, terutama keputusan yang berhubungan dengan finansial. Secara umum terdapat tiga pendukung dari tingkah laku finansial manajemen. Ketiga faktor tersebut adalah: (1) tingkah laku rasional, (2) *Capital Assets Pricing Models (CAPM)*, dan (3) efisiensi pasar. (Sherfin Hersh, 1999:2).

Dalam prakteknya terdapat dua kesulitan dalam memproses *value maximization* perusahaan, yang berasal dari pihak internal ataupun pihak eksternal perusahaan. Kedua faktor yang dapat menjadi penghambat tersebut adalah tingkah laku biaya yang kurang menguntungkan dan kesalahan prediksi serta analisis dari pihak perusahaan.

Kesalahan dalam tingkah laku yang berhubungan dengan biaya cenderung menjadikan berkurangnya *value creation* dari perusahaan tersebut. Hal ini terjadi karena adanya kesalahan manajer dalam menentukan kebijaksanaan finansial dalam perusahaan akibat ketidaksempurnaan informasi yang diperolehnya, ataupun sikap dasar dari manajer tersebut. Selain hal tersebut, hambatan lain yang sering

timbul adalah adanya konflik kepentingan manajer dengan pemilik atau pemegang saham. (Sherfin Hersh, 1999:2).

Dalam menentukan kebijaksananya seringkali manajer berpandangan pada efisiensi pasar. Dimana dalam pendekatan tradisional bagi *corporate finance*, manajer didorong untuk bertindak bila pasar efisien. Pendapat ini didukung dalam beberapa studi yang diperkenalkan oleh Fama, Fisher, Jensen, dan Roll (FFJR, 1969) yang menampilkan beberapa bukti yang sangat berguna, yaitu bagaimana harga saham merespon informasi perdagangan saham di pasar modal.

PERMASALAHAN

Berdasarkan uraian pada pendahuluan di atas, penulis mencoba membahas permasalahan mengenai bagaimana hubungan antara tingkah laku manajer terhadap informasi dan keadaan yang terjadi pada pasar yang efisien.

PEMBAHASAN

1. *Overreaction* dan *underreaction* dalam pasar.

Dalam suatu studi pada pasar yang efisien dikatakan bahwa pada umumnya *overreaction* tidak akan tercipta, hal ini sebagaimana dibuktikan dalam alternatif tingkah laku yang disampaikan oleh DeBondt dan Thaler (1985), pada kenyataannya seringkali terjadi *underreaction* dalam pasar.

Kejadian *underreaction* terbukti ketika harga saham merespon kejadian setelah beberapa waktu *earning* diumumkan. (Ball dan Brown, 1968; Bernard dan Thomas, 1990). Semakin aktual pengumuman tersebut akan memberikan efek kejadian tertentu. Kejadian ini diidentifikasi oleh Jegadeesh dan Titman (1993) bahwa saham dengan *return* yang tinggi pada tahun sebelumnya akan cenderung mempunyai *return* yang tinggi dalam tiga sampai dengan enam bulan ke depan. Namun beberapa tingkah laku dalam *return* jangka panjang seringkali sulit untuk diklasifikasikan. (Asquith 1983; Agrawal, Jaffe, dan Mandelker, 1992).

Untuk melakukan pengujian pasar modal efisien dalam keadaan *under reaction*, diasumsikan akan terdapat perubahan harga di masa yang akan datang. Karena apabila P_t diasumsikan sebagai harga pada waktu t , maka perubahan harga tersebut akan sesuai dengan persamaan berikut: (Husnan, 2001:270).

$$P_t - P_{t-1} = a + b(P_{t-1T} - P_{t-2T}) + e_t$$

Dari rumus di atas dapat dikatakan bahwa parameter a menunjukkan harga yang tidak berkorelasi dengan perubahan harga di waktu yang lalu, karena sebagian besar saham mempunyai tingkat keuntungan yang positif. Parameter b menunjukkan hubungan antara perubahan harga di masa yang akan datang, sedangkan parameter e menunjukkan angka random termasuk dalam variabilitas perubahan harga saat ini dan tidak berkorelasi dengan harga di masa lalu. Diharapkan nilai b tidak berbeda dengan nol, sehingga tidak ada hubungan antara perubahan harga yang lalu dengan perubahan harga yang akan datang. (Husnan, 2001:271)

2. Model yang digunakan

Selanjutnya dalam mempelajari tingkah laku yang berhubungan dengan pasar modal ini, kita perlu memperhatikan dua model tingkah laku yang diutarakan oleh Barberis, Shleifer, dan Vishny (BSV, 1996), serta model selanjutnya diutarakan oleh Daniel, Hirshleifer, dan Subramanyam (DHS, 1997), untuk menjelaskan bagaimana memutuskan kebijaksanaan untuk kejadian *overreaction* dan *underreaction*.

a. BSV (Barberis, Shleifer, dan Vishny) Model

BSV model didasarkan pada kejadian psikologis dari dua bias, *pertama* seringkali terjadi kelebihan penyediaan data, namun terlalu sedikit pengolahan atas data tersebut (Kaheman dan Tversky, 1982), *kedua* kurang cepatnya pembaharuan model baru setelah adanya bukti yang diperoleh. (Edwards, 1968).

Dalam menerapkan BSV untuk menanggulangi bias tersebut, seringkali *earnings* yang diperoleh adalah acak (*random walk*). Dalam pola acak (*random walk*) harga yang lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksikan harga di masa yang akan datang. Jika keadaan pasar berada pada keadaan *random*, maka taksiran harga terbaik untuk harga besok pagi adalah dengan didasarkan pada harga saham hari ini atau dapat dinotasikan dengan rumus sebagai berikut: (Husnan, 2001:266)

$$E(P_{t+1}) = P_t$$

Karena sebab inilah seringkali terjadi perbedaan pendapat antara kalangan akademisi dan kalangan keuangan. (Husnan, 2001:266). Hal ini ditunjukkan dengan banyaknya saran-saran untuk melakukan investasi yang didasarkan pada pengamatan atas perilaku harga saham. Bahkan para analis sekuritas masih mendasarkan diri

pada perubahan harga saham, dimana menurut aliran ini mereka dapat memperkirakan kecenderungan harga saham di masa yang akan datang melalui pergerakan harga saham sehari-hari. (Wong Yee, 1991). Di lain pihak, kalangan akademisi masih kuat dalam memberikan pendapat-pendapatnya mengenai fenomena *random walk* pada pasar saham.

Berdasarkan model BSV, ada beberapa prediksi yang sering digunakan investor dalam menganalisis *financial behaviour*. Pada prediksi pertama investor lebih menyukai *earning* sebagai suatu pengembalian rata-rata (*mean reverting*). Ketika investor memutuskan asumsi ini, harga saham seringkali menjadi *under reaction* dalam menghadapi perubahan *earning*. Namun investor menjadi mengalami kesalahan penilaian, karena anggapan bahwa perubahan tersebut terjadi secara temporer. Ketika harapan tidak dapat terpenuhi dengan *earning* yang terakhir, harga saham akan terlambat merespon *earning* terdahulu. Prediksi pertama ini didorong oleh bukti dari momentum jangka pendek dalam *return* saham. (Jegadeesh dan Titman, 1993) dan bukti ini didukung dengan keterlambatan tanggapan jangka pendek dari harga saham terhadap pengumuman *earning*. (Ball dan Brown, 1968; Bernard dan Thomas, 1990).

Pada prediksi kedua investor lebih berpikir bahwa perubahan *earning* akan berubah sesuai dengan kehendak atau perkiraan investor dan perubahan *earning* perusahaan tersebut mengikuti trend yang ada di pasar. Investor yakin akan jalan pikiran ini, namun seringkali terjadi ekstrapolasi yang kurang tepat terhadap trend dan harga saham pada keadaan *over reaction*, karena *earning* terjadi secara acak padahal *over reaction* timbul karena *earning* di masa depan, yang diikuti dengan kembalinya *return* jangka panjang. Dalam prediksi kedua lebih cenderung pada pembalikan *return* jangka panjang. (DeBondt dan Thaler, 1985).

Dalam analisis ini dapat dikatakan bahwa BSV model mempunyai kebaikan dalam analisis jangka pendek, namun dalam prediksi pembalikan *return* jangka panjang, model ini kurang dapat menjelaskan sejauh mana jangkauan (*range*) jangka panjang yang diamati. Jika dilihat secara utuh, *return* jangka panjang terlihat lebih konsisten dengan prediksi efisiensi pasar. Dimana kesinambungan dari *return* jangka panjang dan pembalikan *return* jangka panjang tersebut searah dengan peluang dalam memperoleh *return*. (Fama, 1997:6).

- b. DHS (Daniel, Hirshleifer, dan Subramanyam) Model

Model DHS mempunyai tingkah laku yang berbeda dengan DSV model. Dalam DHS model terdapat informasi yang disediakan pada investor ataupun yang tidak disediakan pada investor. Informasi yang tidak disediakan ini bukan merupakan suatu bias. Akan tetapi berdasarkan model ini, harga saham dipengaruhi oleh informasi yang disediakan investor, dan di sini terdapat dua bias informasi, terlalu percaya diri (*overconfidence*) dan sifat dasar seseorang (*self attribution*). (Fama, 1997:7).

Overconfidence seringkali menuntun investor untuk melebih-lebihkan ketelitian pribadinya dalam menilai saham. Sedangkan dalam *self attribution* menyebabkan investor menjatuhkan penilaian publik atas nilai saham, hal ini seringkali terjadi ketika penilaian publik terhadap nilai saham berbeda dengan penilaian nilai saham menurut pribadi investor. *Overreaction* dalam informasi pribadi dan *underreaction* dalam informasi publik nantinya menjadikan bias dalam tingkah laku. (Fama, 1997:7).

Berdasarkan perbedaan tingkah laku ini, DHS dapat memprediksikan lebih baik dan lebih akurat daripada dengan menggunakan metode BSV, dan berdasarkan data empiris seringkali keberhasilan model ini disertai dengan kegagalan dari model BSV. (Hong dan Stein, 1997).

Dalam DHS membuat suatu perkiraan khusus tentang apa yang disebut dengan even-even selektif. Even selektif adalah suatu keadaan yang terjadi untuk mengambil keuntungan dari terjadinya *mispricing* (kurang dihargainya) suatu saham perusahaan.

Dalam model DHS respon pengumuman harga periode kurang lengkap, karena para investor yang diberi informasi melebihi keyakinan mereka sebelumnya tentang nilai saham (sebagaimana bias konservatisme dalam model BSV). Kadangkala *mispricing* tersebut benar-benar diserap sebagai informasi publik yang lebih jauh memastikan informasi yang disiratkan oleh pengumuman saham baru tersebut. Perkiraan umum untuk even selektive adalah momentum, *return* saham setelah suatu pengumuman even akan cenderung memiliki tanda-tanda yang sama seperti *return* pada periode pengumuman. (Fama, 1997:8).

KESIMPULAN

Berdasarkan uraian-uraian di atas, selanjutnya dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara umum terdapat tiga pendukung dari tingkah laku finansial manajemen. Ketiga faktor tersebut adalah: (1) tingkah laku rasional,

- (2) *Capital Assets Pricing Models* (CAPM), dan (3) efisiensi pasar. (Sherfin Hersh, 1999:2).
2. Kesalahan dalam tingkah laku yang berhubungan dengan biaya cenderung menjadikan berkurangnya *value creation* dari perusahaan.
 3. Dalam menentukan kebijaksanaan finansialnya manajer seringkali berpandangan pada efisiensi pasar.
 4. Pada pasar yang efisien (menurut studi yang pernah dilakukan), umumnya *over reaction* tidak akan tercipta, hal ini sebagaimana dibuktikan dalam alternatif tingkah laku yang disampaikan oleh DeBondt dan Thaler (1985), pada kenyataannya seringkali terjadi *under reaction* dalam pasar.
 5. Ada dua metode untuk mempelajari tingkah laku pasar modal, yaitu: BSV Model (Barberis, Shleifer, dan Vishny, 1996), dan DHS Model (Daniel, Hirshleifer, dan Subramanyam, 1997).
 6. BSV model didasarkan pada kejadian psikologis dari dua bias, *pertama* seringkali terjadi kelebihan penyediaan data, namun terlalu sedikit pengolahan atas data tersebut (Kaheman dan Tversky, 1982), *kedua* kurang cepatnya pembaharuan model baru setelah adanya bukti yang diperoleh. (Edwards, 1968).
 7. DHS model dilakukan dengan mempelajari informasi yang disediakan pada investor ataupun yang tidak disediakan pada investor. Berdasarkan model ini, harga saham dipengaruhi oleh informasi yang disediakan investor, dan di sini terdapat dua bias informasi, terlalu percaya diri (*overconfidence*) dan sifat dasar seseorang (*self attribution*).

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F., Daves Phillip R., (2002), *Intermediate Financial Management*, Seventh Edition, United States of America: South Western-Thomson Learning.
- Husnan, Suad., (2001), *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Fama, Eugene F., (1997), *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*.
- Sherfin, Hersh., (1999), *Behavioral Corporate Finance*.