



REPUBLIK INDONESIA
KEMENTERIAN HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA

SURAT PENCATATAN CIPTAAN

Dalam rangka perlindungan ciptaan di bidang ilmu pengetahuan, seni dan sastra berdasarkan Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta, dengan ini menerangkan:

Nomor dan tanggal permohonan : EC00201934034, 26 Maret 2019

Pencipta

Nama : **Sawidji Widoatmodjo**
Alamat : Jl. Robusta Blok Q7/1 RT 002/ RW 006 Duren Sawit, Jakarta Timur, Dki Jakarta, 13440
Kewarganegaraan : Indonesia

Pemegang Hak Cipta

Nama : **Sawidji Widoatmodjo**
Alamat : Jl. Robusta Blok Q7/1 RT 002/ RW 006 Duren Sawit, Jakarta Timur, Dki Jakarta, 13440
Kewarganegaraan : Indonesia

Jenis Ciptaan : **Buku**
Judul Ciptaan : **Mencari Kebenaran Objektif: Dampak Sistemik Bank Century**

Tanggal dan tempat diumumkan untuk pertama kali di wilayah Indonesia atau di luar wilayah Indonesia : 1 Juni 2010, di Jakarta

Jangka waktu perlindungan : Berlaku selama hidup Pencipta dan terus berlangsung selama 70 (tujuh puluh) tahun setelah Pencipta meninggal dunia, terhitung mulai tanggal 1 Januari tahun berikutnya.

Nomor pencatatan : 000138594

adalah benar berdasarkan keterangan yang diberikan oleh Pemohon.

Surat Pencatatan Hak Cipta atau produk Hak terkait ini sesuai dengan Pasal 72 Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta.

a.n. MENTERI HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA
DIREKTUR JENDERAL KEKAYAAN INTELEKTUAL



Dr. Freddy Harris, S.H., LL.M., ACCS.
NIP. 196611181994031001


Mencari Kebenaran Objektif

DAMPAK SISTEMIK BANK CENTURY

Kajian Teoretis
dan Empiris

Salahkah Rekomendasi Boediono?
Patutkah Sri Mulyani Dicotot?



 CenturyBank

Sawidji Widoatmodjo



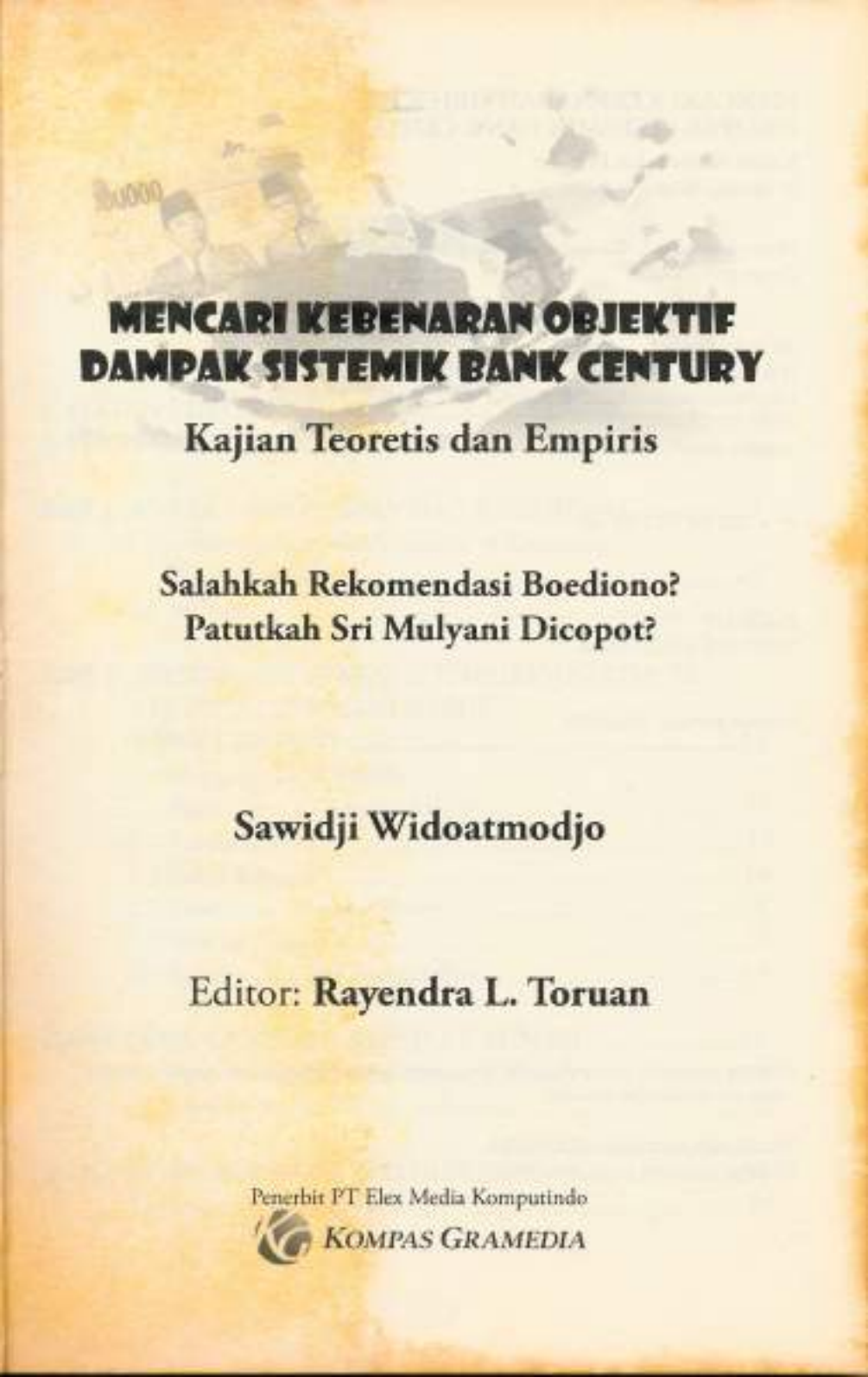
**MENCARI KEBENARAN OBJEKTIF
DAMPAK SISTEMIK BANK CENTURY**

Kajian Teoretis dan Empiris

**Salahkah Rekomendasi Boediono?
Patutkah Sri Mulyani Dicapot?**

Sanksi Pelanggaran Pasal 72
Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2002
tentang HAK CIPTA

1. Barang siapa dengan sengaja melanggar dan tanpa hak melakukan perbuatan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 Ayat (1) atau Pasal 49 Ayat (1) dan Ayat (2) dipidana dengan pidana penjara masing-masing paling singkat 1 (satu) bulan dan/atau denda paling sedikit Rp1.000.000,00 (satu juta rupiah), atau pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan/atau denda paling banyak Rp5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah).
2. Barang siapa dengan sengaja menyebarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu ciptaan atau barang hasil pelanggaran Hak Cipta atau hak terkait sebagaimana dimaksud pada Ayat (1) dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 (lima) tahun dan/atau denda paling banyak Rp500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).



**MENCARI KEBENARAN OBJEKTIF
DAMPAK SISTEMIK BANK CENTURY**

Kajian Teoretis dan Empiris

**Salahkah Rekomendasi Boediono?
Patutkah Sri Mulyani Dicotot?**

Sawidji Widoatmodjo

Editor: Rayendra L. Toruan

Penerbit PT Elex Media Komputindo



KOMPAS GRAMEDIA

MENCARI KEBENARAN OBJEKTIF DAMPAK SISTEMIK BANK CENTURY

Kajian Teoretis dan Empiris

© Sawidji Widodoatmodjo

Editor: Rayendra L. Toruan rtoruan@gramediapublishers.com

Desain grafis: Ramli

All Rights Reserved

Hak Cipta dilindungi oleh Undang-Undang

Diterbitkan pertama kali oleh penerbit PT Elex Media Komputindo

KOMPAS GRAMEDIA

Anggota IKAPI, Jakarta 2010

xv + 162 hal, 15 x 23 cm

234101475

ISBN : 978-979-27-78960

Cetakan pertama: Juni 2010

Dilarang mengutip, memperbanyak, dan menyetjemahkan sebagian atau seluruh isi buku tanpa izin tertulis dari penerbit.

Dicetak oleh percetakan GRAMEDIA.

Isi di luar tanggung jawab percetakan

DAFTAR ISI

CATATAN EDITOR	ix
KATA PENGANTAR	xiii
BAB 1 ANTARA <i>GREENSPAN</i> DAN BOEDIONO	1
1.1 Indenpendensi Bank Sentral vs Kekuatan Politik Parlemen	1
1.2 Isi Buku	6
BAB 2 <i>BEHAVIORAL FINANCE THEORY APPROACH:</i> ALTERNATIF SOLUSI KASUS BANK CENTURY	11
2.1 Mengapa DPR Kekeh: <i>Bailout</i> Bank Century Salah?	11
2.2 <i>Standard Finance</i>	13
2.3 Bukti Empiris	14
2.4 <i>Behavioral Finance Theory</i>	16
2.5 Tren ke Depan	17
2.6 Kesimpulan & Rekomendasi	19
BAB 3 BANK CENTURY: <i>SAVED BY RUMOR</i>	21
3.1 Rumor: Argumentasi Berbuah Perkara	21
3.2 Metode Analisis Bank Indonesia	22
BAB 4 TEORI EKONOMI TRADISIONAL	35
4.1 Resistensi Mayoritas	35

4.2 Empat Pilar Teori Ekonomi Tradisional	36
4.3 Dua Asumsi Teori Ekonomi Tradisional	39
BAB 5 BEHAVIORAL FINANCE THEORY	43
5.1 Dua Pilar <i>Behavioral Finance Theory</i>	43
5.2 <i>Prospect Theory</i>	46
5.3 <i>Loss Aversion</i>	49
5.4 <i>Mental Accounting</i>	50
5.5 <i>Self Control</i>	51
5.6 <i>Regret</i>	52
5.7 <i>Heuristics</i>	52
5.8 Perilaku Kawanannya	53
5.9 <i>Overconfidence</i> dan <i>Over/Underreaction</i>	54
5.10 <i>Anchoring</i>	55
5.11 Tren ke Depan	56
BAB 6 DARI TEORI EKONOMI TRADISIONAL KE BEHAVIORAL FINANCE THEORY	59
6.1 Asumsi VS Bukti	59
6.2 Pergeseran Menuju Paradigma Baru Investasi Keuangan	61
6.3 Perilaku Tidak Rasional dan Kasus Bank Century	64
BAB 7 PERAN INFORMASI DALAM TEORI EKONOMI	67
7.1 Kontribusi Teori Ekonomi Informasi	67
7.2 Perdebatan Teori Ekonomi Tradisional dan <i>Behavioral Finance Theory</i>	68
7.3 Peran Informasi dalam Perdebatan	69
7.4 Kesimpulan Sementara	71
BAB 8 PERAN RUMOR DI PASAR KEUANGAN	73
8.1 Rumor dan Gosip	73
8.2 Rumor dan Perilaku Tidak Rasional	74

8.3 Rumor dalam Keputusan Investasi di Pasar Keuangan	75
--	----

BAB 9 INTERNET MENYUBURKAN RUMOR DAN PERILAKU TIDAK RASIONAL	79
9.1 <i>Cyber Rumor</i>	79
9.2 Meningkatnya Peran Investor Individu	80
9.3 Manfaat <i>Cyber Rumor</i>	81
BAB 10 RASIONALITAS PASAR KEUANGAN	83
10.1 Perkembangan Teori Rasionalitas	83
10.2 Pengukuran Rasionalitas	85
10.3 Praktik di Pasar Keuangan	87
BAB 11 TEMUAN STUDI EMPIRIS DI PASAR KEUANGAN DUNIA	89
11.1 Studi Tentang Rumor di Pasar Keuangan	89
11.2 Temuan-Temuan yang Mendukung	90
11.3 Temuan-Temuan yang Mengkritisi	93
BAB 12 STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA	97
12.1 Metode Penelitian	97
12.2 Investor Mengambil Keputusan Investasi Berdasar Rumor	104
12.3 Investor di BEI Berperilaku Tidak Rasional	110
BAB 13 BUKTI DI LAPANGAN	119
13.1 Pengalaman Krisis Ekonomi Global 2008	119
13.2 Pengalaman Krisis Moneter 1998	121
BAB 14 KESIMPULAN	131
14.1 Rumor Memiliki Landasan Teori	131
14.2 Rekomendasi	136

DAFTAR PUSTAKA	139
TENTANG PENULIS	161
DAFTAR TABEL, GAMBAR, DAN BOX	157



BAB 1

ANTARA *GREENSPAN* DAN BOEDIONO

1.1 Indenpendensi Bank Sentral VS Kekuatan Politik Parleman

Krisis ekonomi global 2008 membuat dimensi baru dalam penyelesaiannya. Paling tidak menorehkan memori tersendiri bagi pemimpin bank sentral. Amerika Serikat (AS) sebagai sumber malapetaka ekonomi modern itu memanggil mantan Ketua Federal Reserve Bank (gubernur bank sentral negara federal), Alan Greenspan, untuk menjelaskan posisinya dalam mengambil kebijaksanaan di hadapan panel yang dibentuk khusus untuk menyelidiki sebab musabab terjadinya krisis ekonomi global 2008.

Ketua The Fed yang menempati posnya selama 20 tahun (1987–2006) itu “dipersalahkan” oleh panel, karena kebijaksanaannya merendahkan suku bunga telah menyebabkan *booming* kredit rumah—dengan suku bunga yang rendah tentu banyak konsumen rumah yang berminat mengambil kredit untuk membeli rumah. Karena kredit pemilikan rumah (KPR) tersebut telah disekuriti menjadi produk derivatif dan dijual kepada para *hedge fund* yang kemudian menjual kembali kepada investornya, maka imbal hasil yang ditawarkan makin tinggi—paling tidak lebih tinggi dibanding suku bunga KPR awal. Apalagi derivasi tersebut terjadi berulang-ulang, maka imbal hasil yang harus ditawarkan penerbit sekuritas beragun KPR itu semakin tinggi lagi. Permasalahan muncul ketika penerus Greenspan, Ben Bernanke,

menaikkan suku bunga guna memerangi inflasi. Para pengambil KPR tidak sanggup membayar bunga, alias macet. Berikutnya, karena KPR macet maka sekuritas yang ber-*underlying* KPR ikut macet juga. Akhirnya, datanglah bencana itu: KPR dan sekuritas turunannya macet, dan harga rumah ambruk, para investor sekuritas beragun KPR di seluruh penjuru dunia merugi. Celakanya ambruknya harga sekuritas beragun KPR yang disebut *subprime mortgage* itu diikuti ambruknya harga-harga saham di bursa-bursa utama dunia. Krisis ekonomi global pun menjelma.

Pertanyaannya, pantaskah Greenspan di persalahkan? Bukankah kebijaksanaan merendahkan suku bunga itu justru dibuat untuk memerangi resesi? Di sinilah mulai timbul perdebatan. Sayangnya Greenspan sendiri sekarang sudah tidak memegang jabatan apa pun. Dan dia juga mengakui, bahwa kebijaksanaan yang diambilnya tidak seluruhnya benar. Menurutnyanya mengandung kebenaran 70%.

Di Indonesia, mantan Gubernur Bank Indonesia, Boediono, juga "dipersalahkan" Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) karena mengambil kebijaksanaan menyelamatkan Bank Century, demi menghindarkan ekonomi Indonesia dari dampak krisis ekonomi global 2008. Seperti di ketahui, bank ini mengalami kesulitan likuiditas ketika krisis ekonomi global sedang berlangsung. Sampai saat Bank Century mendapat masalah, ekonomi Indonesia dianggap belum terdampak krisis ekonomi global. Namun ketika pengurus bank ini menyerahkan nasib banknya kepada Bank Indonesia, maka keputusan harus segera diambil. Menghadapi masalah seperti itu, tampaknya Bank Indonesia hanya mengedepankan dua opsi, yaitu menyelamatkan atau membangkrutkan Bank Century?

Atas dasar argumentasi, bahwa dalam kondisi krisis ekonomi rumor mudah menyebar, maka kebijaksanaan bernuansa negatif akan segera memengaruhi psikologi masyarakat. Dalam hal penutupan bank, misalnya, akan menimbulkan rumor bahwa kondisi perbankan secara umum sama dengan bank yang ditutup. Apalagi jika kondisi tersebut juga dimanfaatkan para spekulan, maka penyebaran rumor dan

dampaknya akan membahayakan sistem perbankan, yaitu terjadinya *bank run* (ini terjadi karena nasabah bank akan melakukan *rush*). Jika ini terjadi, sama saja mengantarkan ekonomi Indonesia memasuki krisis. Padahal, otoritas moneter dan pemerintah justru berusaha sekuat tenaga agar ekonomi Indonesia terhindar dari dampak krisis ekonomi global. Untuk mendukung argumentasi rumor itu Bank Indonesia menunjukkan bukti empiris, yaitu penurunan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS.

Atas dasar argumentasi rumor itu, Gubernur Bank Indonesia, Boediono, menetapkan Bank Century sebagai bank gagal berdampak sistemik. Dengan demikian harus direkomendasikan kepada Komite Stabilitas Sistem Keuangan (KSSK), bahwa Bank Century harus diselamatkan. Selanjutnya Ketua KSSK, Sri Mulyani Indrawati, melaksanakan rekomendasi tersebut.

Boediono memang bukan Greenspan, tapi membandingkan apa yang terjadi pada kedua mantan gubernur bank sentral ini, ada banyak hal yang bisa dianalisis dan diambil sebagai referensi. *Pertama*, soal lamanya memangku jabatan. Greenspan menjabat ketua The Fed selama empat periode, sementara Boediono justru belum menyelesaikan satu periode jabatannya. Ini jelas, posisi Boediono tidak seindah Greenspan. Namun jangan lupa, Boediono meninggalkan posnya di bank sentral bukan karena menempati pos profesional lainnya, melainkan pindah posisi ke jabatan yang mengandung politik, yaitu sebagai wakil presiden. Tentu posisi ini lebih indah dari Greenspan. Namun justru karena posisi seperti itulah Boediono terus diupayakan dipersalahkan.

Kedua, di depan sidang panel penyelidikan krisis ekonomi global, Greenspan mengakui kebijaksanaan yang diambilnya 70% benar, sehingga selebihnya yang 30% diakui sebagai kesalahannya. Sebaliknya, Boediono tidak merasa bersalah dengan kebijaksanaan merekomendasikan agar Bank Century diselamatkan. Kondisi ini tampaknya justru mempersulit, atau paling tidak menambah "semangat" para lawan politiknya untuk terus mengejar dan mempersoalkan kesalahan Boediono.

BAB 2

BEHAVIORAL FINANCE THEORY APPROACH: ALTERNATIF SOLUSI KASUS BANK CENTURY

2.1 Mengapa DPR Kekeh: *Bailout Bank Century* Salah?

Sampai selesainya pemanggilan seluruh pihak yang dianggap mengetahui proses penyelamatan Bank Century (BC), kemudian dilanjutkan dengan penyampaian kesimpulan akhir pada rapat paripurna DPR RI oleh Panitia Khusus Angket Bank Century (PKABC) yang diwarnai kericuhan, dan akhirnya diambil keputusan melalui voting posisi pendapat mayoritas anggota DPR tetap “kekeh”: tidak bisa diyakinkan bahwa penutupan BC akan berdampak sistemik. Bahkan posisi itu makin kokoh setelah PKABC melakukan konsultasi dengan para penegak hukum, agar bisa mendengarkan rekaman rapat-rapat Dewan Gubernur Bank Indonesia (BI) dan KSSK (Komite Stabilitas Sistem Keuangan), guna mengetahui suasana dan *gesture* para peserta rapat. Apalagi kesaksian mantan Gubernur Bank Indonesia (BI), Burhanudin Abdullah, di depan sidang PKABC justru mempertanyakan ilmu—maksudnya teori—yang mendasari bahwa pembangkrutan BC akan berdampak sistemik. Lengkaplah sudah kesulitan untuk meyakinkan bahwa pembangkrutan BC akan berdampak sistemik.

Kalaupun anggota PKABC yang mendukung pemerintah menyatakan bisa menerima penetapan BC sebagai bank gagal berdampak sistemik, itu karena mereka memang harus berada di posisi itu. Tidak ada penjelasan argumentatif—apalagi dilandasi teori seperti yang

dituntut Burhanudin Abdullah—yang bisa mematahkan serangan "oposisi" yang sepertinya mendapat dukungan masyarakat.

Boediono sendiri, sebagai pihak yang mengambil keputusan tidak membangkrutkan BC, hanya memberikan argumentasi bahwa ketika harus diambil keputusan terhadap BC krisis ekonomi dunia sedang berkecamuk. Dalam kondisi seperti ini rumor apa pun akan sangat berpengaruh. Dengan demikian, keputusan membangkrutkan BC akan menjadi sumber rumor negatif yang bisa menurunkan kepercayaan masyarakat pada otoritas moneter dan pemerintah. Pada gilirannya kondisi seperti ini akan membuka pintu lebar-lebar bagi masuknya krisis keuangan ke Indonesia. Sayangnya Profesor ekonomi itu tidak bisa memberikan teori yang mendasari rumor—terutama di pasar keuangan—bisa melahirkan krisis keuangan, bahkan krisis ekonomi.

Tulisan ini mencoba menawarkan argumentasi alternatif. Mudah-mudahan, bisa berkontribusi mempercepat penyelesaian masalah BC. Sebab, meski PKABC sudah menyelesaikan tugasnya, namun sepertinya belum akan sampai pada penyelesaian akhir yang jelas. Pasalnya, pemerintah—dalam hal ini diwakili Presiden Susilo Bambang Yudoyono (SBY)—jelas-jelas "menolak" hasil kerja PKABC. Bahkan dengan tegas, lugas dan jelas, Presiden SBY menyatakan bahwa kebijaksanaan yang diambil oleh Profesor Boediono (ketika menjabat Gubernur BI dan anggota KSSK) dan Dr. Sri Mulyani (ketika menjabat Menteri Keuangan dan Ketua KSSK) benar dan tepat. Bahkan kedua pejabat pengambil kebijaksanaan penyelamatan BC disebut-sebut putra-putri terbaik yang dimiliki bangsa ini.

Kalaupun diakui ada tindak pelanggaran hukum, itu terjadi di tingkat implementasi kebijaksanaan dan bukan dilakukan oleh kedua pejabat tersebut, melainkan para pelaksana di bawah. Dengan demikian masih tersisa pertanyaan, yang menjadi sumber masalah tidak akan terselesaikannya kasus BC. Pertanyaan tersebut adalah, kalaupun Presiden SBY "melindungi" atau mengambil oper tanggung jawab kedua anak buahnya, dengan menyatakan bahwa kebijaksanaan

menyelamatkan BC adalah benar, yang berarti jika BC tidak diselamatkan maka akan menjadi bank gagal berdampak sistemik, apa dasar teori yang digunakan?

Jadi, sebenarnya permasalahan BC belum beranjak dari posisi semula, yaitu pengambil kebijaksanaan tidak bisa memberikan argumentasi ilmiah, bahwa pembangkrutan BC akan berdampak sistemik. Lalu bagaimana? Tentunya akan sangat membantu, jika bisa ditemukan teori yang menjadi dasar kebijaksanaan tersebut. Apakah ada? Untuk kepentingan itulah buku ini ditulis. Tentu buku ini tidak dimaksudkan untuk mendukung salah satu pihak, terutama yang pro penyelamatan BC. Apalagi dikandung maksud untuk mendukung partai tertentu. Kajian ini semata-mata dimaksudkan untuk memberikan wawasan objektif bagi masyarakat, sehingga bisa mendudukan masalah BC secara proporsional. Tidak bias partai, bias pemerintah, bias kelompok, dan bias-bias lainnya.

2.2 Standard Finance

Sampai kapan pun PKABC—juga pakar yang diundang dan sebagian besar dari kita—tidak akan pernah bisa diyakinkan, bahwa penutupan BC akan berdampak sistemik. Ini terjadi karena PKABC mendasari jalan pikirannya dengan data kuantitatif faktual, bahwa BC adalah bank kecil. Analisis BI sendiri (dilakukan November 2008) menyatakan peran BC dalam bisnis perbankan tidak signifikan. Ini jelas membuka jalan bagi munculnya kesimpulan: tidak akan menjadi masalah jika BC ditutup, apalagi akan berdampak sistemik.

Kesimpulan seperti itu menjadi amat benar karena dilandasi teori ekonomi konvensional. Seperti diketahui teori ekonomi konvensional—terutama segmen keuangannya (*standard finance*)¹—dibangun dengan dua asumsi (misalnya, Daniel & Titman, 1999): pelaku ekonomi (agen)

¹ Sturman (2005) dan Johnson et al (2002)



BAB 3

BANK CENTURY: SAVED BY RUMOR

3.1 Rumor: Argumentasi Berbuah Perkara

Pintu masuk DPR memperkarakan kebijaksanaan menyelamatkan BC adalah argumentasi yang diajukan: rumor. Sayangnya ketika argumentasi itu disampaikan, DPR mempertanyakan teori yang mendasari argumentasi tersebut. Begitulah! Scandainya Wakil Presiden, Boediono, yang ketika menjabat Gubernur BI harus mengambil tanggung jawab memutuskan posisi BC, mampu menjawab pertanyaan itu maka tidak akan pernah ada kasus BC. DPR pun tidak lagi mempersoalkan benar tidaknya kebijaksanaan yang diambil, melainkan terfokus pada tindak pidananya.

Sayangnya, Boediono hanya menyampaikan argumentasi penyelamatan BC ketika diundang pada sidang PKABC. Menurutnya BC harus diselamatkan, karena ketika itu ekonomi dunia sedang dilanda krisis. Dalam kondisi seperti ini, rumor—terutama yang negatif—bisa menurunkan kepercayaan masyarakat pada otoritas moneter dan pemerintah. Jika ini terjadi maka besar kemungkinan Indonesia akan ikut terlanda krisis ekonomi, seperti negara-negara lainnya.

Kalau rumor saja bisa menurunkan kepercayaan masyarakat pada otoritas moneter dan pemerintah, apalagi kalau sampai fakta yang hadir—misalnya, pembangkrutan BC. Tentu ini akan menjadi sumber informasi negatif yang cepat menyebar. Kalau penyebaran informasi negatif itu mengakibatkan bank-bank lain juga ikut bangkrut, inilah

yang dimaksud pembangkrutan BC akan berdampak sistemik. Karena itu tindakan pembangkrutan bank—sekecil apa pun bank itu—harus dihindari. Di sinilah argumentasi rumor saat krisis ekonomi digunakan sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan menetapkan BC sebagai bank gagal berdampak sistemik.

Dengan bekal argumentasi itu, BI menyampaikan kepada KSSK, bahwa BC adalah bank gagal berdampak sistemik. Artinya, bank ini harus diselamatkan. Ketua KSSK, Sri Mulyani Indrawati, tentu harus mengakui kompetensi BI dalam menentukan apakah suatu bank merupakan bank gagal berdampak sistemik atau tidak. Apalagi Gubernur BI adalah anggota KSSK. Karena BI sudah menetapkan bahwa BC adalah bank gagal berdampak sistemik, maka tidak ada pertimbangan lain untuk menentukan posisi BC, yaitu harus diselamatkan.

Tentu mengundang pertanyaan di masyarakat, bagaimana juntrungannya rumor bisa menjadi argumentasi penyelamatan sebuah bank yang tidak signifikan perannya dalam sistem perbankan. Apalagi sudah lama diketahui BC adalah bank yang memiliki banyak masalah. Kedua hal yang disebutkan ini memang tidak relevan lagi diperdebatkan. Sebab, penyelamatan BC bukan mempertimbangkan peran dan manajemennya, melainkan kondisi saat itu—situasi krisis ekonomi—mengharuskan pengambil kebijakan mengeksekusi keputusan menyelamatkan bank. Apa pun kondisi bank tersebut.

3.2 Metode Analisis Bank Indonesia

Baiklah! Untuk lebih memahami mengapa rumor akhirnya dijadikan argumentasi untuk menyelamatkan BC, ada baiknya ditelaah analisis yang dilakukan BI (lihat Box 3.1). Prinsipnya, BI menggunakan lima aspek untuk menilai apakah suatu bank akan menjadi bank gagal berdampak sistemik. Kelima aspek tersebut adalah:

1. Institusi Keuangan
2. Pasar Keuangan
3. Sistem Pembayaran

4. Sektor Riil, dan

5. Psikologi Pasar

Dari kelima aspek tersebut, tiga memiliki dampak menengah dan tinggi (*medium to high impact*), yaitu pasar keuangan, sistem pembayaran dan psikologi pasar. Dua aspek lainnya (institusi keuangan dan sektor riil) memiliki dampak rendah sampai menengah (*low to medium impact*). Kemudian, dari ketiga aspek yang memiliki dampak sedang sampai tinggi tersebut semuanya mengarah pada berpotensianya rumor (istilah yang digunakan BI berita dan sentimen negatif) menyebar dan akan mengakibatkan krisis keuangan melalui *bank run* (bank di *rush* masyarakat). Dari aspek pasar keuangan, misalnya, disimpulkan penutupan bank ini (BC-*penulis*) akan menimbulkan sentimen negatif di pasar keuangan, terutama dalam kondisi pasar yang sangat rentan terhadap berita-berita yang dapat merusak kepercayaan terhadap pasar keuangan. Kemudian dari aspek sistem pembayaran disimpulkan, apabila bank ini ditutup dikhawatirkan akan menyebabkan terjadinya *rush* pada *peer banks* dan bank-bank yang lebih kecil, sehingga akan mengganggu kelancaran sistem pembayaran. Terakhir dari aspek psikologi pasar disimpulkan, penutupan bank ini akan menimbulkan sentimen negatif di pasar keuangan, terutama dalam kondisi pasar yang sangat rentan terhadap berita-berita yang dapat merusak kepercayaan terhadap pasar keuangan.

Demikianlah hasil analisis BI atas lima aspek yang digunakan sebagai metodologi menentukan suatu bank akan menjadi bank gagal berdampak sistemik, yang pada intinya rumor—istilah yang dipakai Boediono pada sidang PKABC—akan mampu melahirkan *bank run*, yang pada akhirnya digunakan sebagai argumentasi untuk menyelamatkan BC.



BAB 4

TEORI EKONOMI TRADISIONAL

4.1 Resistensi Mayoritas

Kalau dikatakan sampai saat ini sepertinya masih sulit untuk meyakinkan para anggota DPR, dan juga sebagian besar dari kita, bahwa rumor atau sentimen negatif—seperti hasil analisis BI—bisa menurunkan tingkat kepercayaan masyarakat kepada otoritas moneter dan pemerintah, yang pada gilirannya bisa bermuara pada krisis keuangan, itu karena dalam pikiran sebagian besar—terutama yang belajar ilmu ekonomi—sudah tertanam konsep-konsep yang diajarkan ilmu ekonomi tradisional. Dalam keadaan seperti ini tentu amat layak mempertanyakan landasan teori yang bisa mendasari jalan pikiran analisis BI tersebut.

Hal ini sebenarnya tidak terjadi di Indonesia saja. Di Amerika Serikat, negara yang paling parah terlanda krisis ekonomi yang bermula dari krisis keuangan itu pun, saran untuk merevisi berbagai aturan di pasar keuangan yang selama ini dilandasi teori ekonomi tradisional dengan landasan teori “baru”—*Behavioral Finance*—mendapat banyak resistensi. Itu sebabnya Presiden Barack Obama menempatkan salah seorang penganjur BFT, Lawrence Summers, sebagai Direktur Dewan Ekonomi Nasional pemerintahannya, guna membereskan kekacauan di Wall Street yang berpotensi sering menimbulkan krisis keuangan.

Tentu mengejutkan bagi kita semua yang sudah lama memiliki pemahaman ekonomi dengan dasar teori ekonomi tradisional, ketika

dikatakan dua asumsi ilmu ekonomi itu—pelaku ekonomi berperilaku rasional dan mempunyai kemampuan tidak terbatas dalam mencari dan memproses informasi—tidak berlaku lagi. Baiklah! Untuk memperjelas informasi yang sudah disampaikan di depan, di bab ini akan dikaji secara lebih lengkap mengenai ilmu ekonomi tradisional.

4.2 Empat Pilar Teori Ekonomi Tradisional

Paradigma ilmu ekonomi tradisional—terutama segmen ilmu keuangan *finance*¹—dibangun atas empat pilar (Statman, 1999) dan dua asumsi (Daniel & Titman, 1999)². Keempat pilar tersebut adalah prinsip portofolio (Markowitz, 1952), prinsip arbitrase (Miller & Modigliani, 1961), *capital asset pricing theory* (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966) dan *option pricing theory* (Black & Scholes, 1973; Merton, 1973b).

Empat pilar ini lahir untuk menampung "kepentingan" pelaku pasar keuangan, yaitu tujuan investasi, yang menurut Jones (2004: 4) adalah meningkatkan kekayaan moneter. Ya! Memang benar tujuan utama orang melakukan investasi adalah meningkatkan kekayaan moneter. Karena itu, agar kekayaan moneter bisa meningkat maka nilai investasi harus meningkat. Dalam rangka meningkatkan nilai investasi itulah timbul berbagai macam cara, yang di pasar keuangan dikenal sebagai strategi investasi. Graham & Dodd (1962)³, mengawali pengenalan alat analisis investasi yang kemudian dikenal sebagai analisis fundamental, sebagai upaya mendapatkan strategi investasi. Berikutnya Markowitz (1952) memelopori lahirnya teori portofolio, yang dikenal sebagai teori portofolio yang efisien. Fokus kedua alat analisis ini adalah risiko, yaitu menurunkannya dengan diversifikasi.

Markowitz, pemenang Nobel Ekonomi 1990 mengenalkan teori portofolio modern, yang dikenal sebagai portofolio yang efisien,

¹ Shiller (1998) memakai istilah *primitive*, sedang Statman (2005) dan Jhonsson et al (2002) memakai istilah *standard finance*

² Jadi tidak hanya dibangun dengan asumsi saja

³ Buku Graham & Dod terbit pertama kali tahun 1934

yang kemudian menjadi pilar pertama ilmu ekonomi tradisional. Pada prinsipnya, teori ini memberi dua pilihan kepada investor. Pilihan pertama, pada setiap risiko yang dimiliki beragam instrumen investasi, mestinya investor memilih instrumen investasi yang menawarkan imbal hasil (*return*) tertinggi. Pilihan kedua, pada setiap imbal hasil yang dimiliki beragam instrumen investasi, mestinya investor memilih instrumen investasi yang menawarkan risiko terendah. Jelasnya, seandainya investor ditawarkan dua pilihan investasi yang menawarkan tingkat risiko yang sama besar, maka harus dipilih investasi yang menawarkan imbal hasil tertinggi. Sedang bila investor ditawarkan dua pilihan investasi yang memiliki imbal hasil sama, harus dipilih investasi yang memberikan risiko terendah.

Pilar kedua adalah arbitrase (*arbitrage*). Arbitrase adalah strategi investasi yang (bisa) menawarkan keuntungan tanpa harus menanggung risiko biaya (investasi). Menurut Friedman (1953), pada ilmu ekonomi tradisional investor berperilaku rasional⁴, sehingga akan selalu memanfaatkan kesalahan harga (*mispriced*)—harga berada di atas atau di bawah nilai fundamental—untuk mendapatkan keuntungan tanpa harus menanggung risiko biaya⁵. Untuk jelasnya, berikut akan disajikan contoh arbitrase. Misalnya, nilai fundamental (*fair value*) saham perusahaan rokok sampoerna (HMSP) Rp13.900 per lembar. Suatu ketika investor yang tidak rasional (*irrational trader/noise trader*) beranggapan prospek saham ini di masa mendatang tidak baik, sehingga mengambil posisi jual yang mengakibatkan harga HMSP turun menjadi Rp12.000 per lembar (berarti di bawah nilai fundamentalnya).

Dalam alam pikiran teori ekonomi tradisional, harga pasar saham seharusnya sama dengan nilai fundamentalnya. Dengan demikian, akibat "ulah" para *noise trader* tersebut terjadilah kesalahan harga. Kesalahan harga ini akan dimanfaatkan oleh *rational trader* untuk memetik keuntungan, yaitu dengan membeli saham HMSP pada harga

⁴ Asas pertama ilmu ekonomi tradisional, yang akan segera dibahas

⁵ Itulah sebabnya Friedman (1953) menyebut investor yang berperilaku rasional ini sebagai *arbitrageur* dan juga *rational trader*

BAB 5

BEHAVIORAL FINANCE THEORY

5.1 Dua Pilar *Behavioral Finance Theory*

Setelah membicarakan teori ekonomi tradisional, kini kita beralih pada BFT. Teori ini dibangun dengan dua pilar, yaitu keterbatasan melakukan arbitrase dan bias psikologi investor (Shleifer & Summers, 1990). Seperti telah dibahas pada teori ekonomi tradisional, prinsip arbitrase menyebabkan investor yang rasional selalu mengambil posisi beli atau jual jika terjadi kesalahan harga. Sebab dengan arbitrase investor bisa mendapat keuntungan. Masalahnya, apa yang diskenariokan oleh teori ekonomi tradisional tersebut tidak selalu bisa menjadi kenyataan, bahkan lebih sering tidak terjadi. Ini disebabkan keterbatasan arbitrase. Intinya, investor tidak selalu bisa melakukan arbitrase. Penyebabnya ada dua, yaitu investor harus menghadapi risiko fundamental (*fundamental risk*) dan risiko *noise trader* (*noise trader risk*).

Risiko fundamental adalah saham "pengganti"—yang digunakan sebagai *hedging*—tidak bisa secara sempurna melakukan perannya sebagai pengganti. Kita kembali ke contoh saham HMSP. Pada transaksi saham ini diskenariokan nilai fundamentalnya adalah Rp13.900 per lembar, kemudian *noise trader* membuat kesalahan harga dengan menjual dengan harga pasar Rp12.000 per lembar. *Rational trader* melakukan arbitrase dengan membeli saham HMSP dengan harga pasar, dan melakukan *hedging* dengan menjual saham GGRM dengan harga yang sama dengan harga pasar saham HMSP. Jika skenario teori ekonomi tradisional berjalan, maka harga HMSP akan kembali ke nilai

fundamentalnya, Rp13.900 per lembar. Jika ini terjadi, maka investor bisa mendapatkan keuntungan Rp1.900 per lembar. Tapi bagaimana kalau harga saham HMSP justru makin turun? Dalam skenario teor ekonomi tradisional, ini tidak menjadi masalah. Sebab investor sudah melakukan *hedging* dengan saham yang dianggap sama, yaitu GGRM. Jadi tetap akan mendapatkan keuntungan dari investasi saham GGRM. Masalahnya, saham GGRM tidak bisa menjadi pengganti sempurna saham HMSP. Jelasnya, tidak mungkin harga saham GGRM bisa sama persis dengan harga saham HMSP. Dengan demikian investor harus menghadapi risiko fundamental ini.

Sedang risiko *noise trader* adalah adanya kemungkinan perilaku para *noise trader* yang terus menekan harga saham HMSP, sehingga tidak kembali ke nilai fundamentalnya. Risiko ini diperkenalkan oleh De Long et al (1990) dan ditindaklanjuti oleh Shleifer & Vishny (1997). Menurut mereka, risiko yang harus dihadapi investor yang rasional ini adalah harga saham yang diarbitrase—dalam contoh kita saham HMSP—akan menurun dalam jangka pendek. Ini terjadi karena perilaku pesimistis para *noise trader*. Meskipun saham pengganti—dalam contoh kita saham GGRM—bisa menggantikan secara sempurna, investor yang rasional tetap akan menghadapi risiko menurunnya harga saham HMSP yang disebabkan perilaku pesim para *noise trader*.

Selain kedua keterbatasan arbitrase yang disebabkan oleh kedua risiko tersebut, sebenarnya masih ada faktor lain yang membuat praktik arbitrase itu terbatas, yaitu peraturan bursa yang melarang melakukan *short selling*¹ di pasar saham. Namun untuk pasar keuangan lainnya *short selling* tetap diperkenankan.

Prinsip keterbatasan arbitrase pada BFT ini, selain "menyangka prinsip arbitrase pada teori ekonomi tradisional, juga membuat asumsi pertamanya—agen berperilaku rasional—perlu dikritisi. Sebab, akibat adanya keterbatasan arbitrase itulah justru agen menjadi berperilaku

¹ Investasi dengan mengambil posisi jual lebih dulu, kemudian baru membeli

tidak rasional. Atas dasar teori ekonomi tradisional, mestinya investor tidak terpengaruh oleh kesalahan harga, dan mengambil keputusan investasi atas dasar data fundamental. Namun, karena keterbatasan arbitrase, tindakan itu tidak bisa dilakukan. Akhirnya investor berperilaku tidak rasional: mengambil keputusan investasi tidak berdasar data fundamental.

Kini kita beralih pada prinsip kedua BFT, bias psikologi investor. Pada teori ekonomi tradisional diasumsikan individu berperilaku rasional dan mencari dan memproses informasi secara tak terbatas. Kalau prinsip pertama BFT mengkritisi prinsip arbitrase dan asumsi rasionalitas agen, maka prinsip kedua BFT lebih banyak mengkritisi asumsi kedua teori ekonomi tradisional.


Pada asumsi kedua tersebut dikatakan individu mampu mencari dan memproses informasi secara tak terbatas. Pada kenyataannya, meskipun individu mampu mencari dan memproses informasi, dalam memproses tersebut tidak selalu benar. Ini disebabkan adanya apa yang dalam ilmu psikologi disebut bias perilaku. Inilah yang bisa menjelaskan mengapa hampir selalu ada deviasi harga pasar terhadap nilai fundamental suatu instrumen investasi di pasar keuangan.

Deviasi—akibat dalam memproses informasi tidak selalu benar—itu terjadi karena tidak terpenuhinya asumsi kedua, yaitu pada kenyataannya kemampuan individu untuk mencari dan memproses informasi terbatas. Walaupun, misalnya, investor disediakan informasi yang sama dan alat untuk memprosesnya juga sama, kemampuan memproses dan menginterpretasi informasi bisa berbeda. Suatu saham dengan indeks beta tertentu, misalnya, bisa dianggap berisiko tinggi bagi seorang investor, tapi tidak bagi investor lainnya.

Anomali yang paling menonjol di pasar keuangan akibat adanya bias perilaku tersebut adalah munculnya *abnormal return*². Ini bisa dijelaskan dengan salah satunya apa yang disebut perilaku kepercayaan diri berlebihan (*overconfidence*)³ dari investor. *Overconfidence* adalah adanya kecenderungan perilaku individu yang memercayai secara

²Karena semua agen berperilaku rasional, maka semua mengetahui nilai fundamental suatu instrumen investasi, sehingga tidak akan mungkin ada agen yang bisa mendapatkan keuntungan yang bukan disebabkan adanya perubahan nilai fundamental.

³Salah satu bentuk bias psikologi yang menjadi bidang kajian Behavioral Finance Theory



BAB 6

DARI TEORI EKONOMI TRADISIONAL KE *BEHAVIORAL FINANCE THEORY*

6.1 Asumsi VS Bukti

Asumsi yang membangun teori ekonomi tradisional adalah menganggap individu berperilaku rasional dan memiliki kemauan mencari informasi serta kemampuan memprosesnya, sehingga dalam mengambil keputusan selalu didasarkan pada data fundamental. Dalam keputusan investasi saham, misalnya, didasarkan pada data fundamental keuangan perusahaan. Namun, BFT dan riset-riset empiris membuktikan asumsi tersebut perlu dipertimbangkan kembali. Salah satu buktinya adalah individu berperilaku tidak rasional, karena mendasarkan pengambilan keputusan—terutama keputusan investasi di pasar keuangan—pada rumor, bukan data fundamental. Keberadaan rumor pada investasi keuangan bahkan sudah sejak 300 tahun lalu (Leinweber & Madhavan, 2001).

Bukti-bukti lainnya dapat disimak temuan-temuan berikut. Robert Mundell (pemenang Nobel Ekonomi, 1999) dan ekonom Marcus Fleming dari Inggris yang bekerja secara sendiri-sendiri, menghasilkan kesimpulan yang sama, sehingga dikenalkan sebagai The Mundell-Fleming Model. Intinya *standard open economy* dalam konsep ekonomi makro yang dipakai sekarang ini tidak mampu lagi menampung aktivitas pergerakan modal secara global. Akibatnya

integrasi pasar keuangan di dunia rawan melahirkan krisis moneter ("Man of the Hour", 16 Oktober, 1999).

Kenichi Ohmae (2000) membagi perkembangan dunia bisnis ke dalam empat dimensi: *the visible dimension*; *the boarderless dimension*; *the cyber dimension*; *the dimension of high multiples*. Pada *the visible dimension* keputusan bisnis didasarkan pada nilai-nilai fundamental seperti NVP (*net present value*). Pada *the boarderless dimension* cara berbisnis ditandai dengan makin lemahnya peran negara. Hubungan bisnis lebih didominasi oleh konsumen dan investor keuangan yang tidak memedulikan sama sekali stabilitas ekonomi negara masing-masing.

Selanjutnya, kalau di era *boarderless dimension*, yang aktif bergerak secara geografis adalah konsumen atau korporasinya, maka pada era *the cyber dimension* justru tidak ada yang bergerak. Kehadiran teknologi komunikasi dan informasi, membuat korporasi dan konsumen dapat saling berhubungan. Terakhir, cara berbisnis pada era *the dimension of high multiples* ditandai adanya kecenderungan pelipatgandaan harga perusahaan. Cara yang mendapat kritik pada *the visible dimension* ini justru mendapat pujian. Sebab menunjukkan adanya kredibilitas dan prospek yang cerah. Rata-rata PER (*Price Earning Ratio*) di Amerika Serikat (AS) yang sekitar 25 kali, misalnya, dianggap tidak jadi masalah. Malah PER di bursa Nasdaq yang 1000 kali, diranggapi penuh semangat.

Padahal, pada 1929 (*visible dimension*), dengan PER 5 kali saja telah terjadi *crash*. Hal itu tidak terjadi di AS saja. Di Jepang, PER rata-ratanya mencapai 75 kali, sedang Jerman 8 kali. Hal ini tidak terjadi pada saham-saham TI (teknologi informasi) saja, tetapi merata ke saham-saham industri lainnya. Dengan melipatgandakan PER itu dampaknya, perusahaan baru yang kecil mampu mengakuisisi perusahaan yang sudah mapan dan terkenal, seperti yang dilakukan American On Line (AOL) terhadap perusahaan telepon di AS. Jadi, kalau dalam *visible dimension* pelipatgandaan adalah hal yang tabu, di *dimension of high*

multiples justru jadi indikator keunggulan. Menurut Ohmae, dunia bisnis saat ini—termasuk bisnis keuangan—sedang berada di dua era: *the cyber dimension* dan *the dimension of high multiples*.

Mantan Gubernur Bank Sentral AS, Alan Greenspan (2001), berkesimpulan bahwa resesi ekonomi AS pada tahun 2000 bukan akibat ekspansi melainkan didorong perilaku investor yang tidak rasional.

Temuan terakhir adalah studi kasus oleh Ariely (2008), yang memberikan kesimpulan bahwa krisis ekonomi tahun 2008 akibat investor tidak rasional. Ini keniscayaan penting yang menunjukkan adanya kecenderungan perilaku irasionalitas investor.

Jika fenomena perilaku investor yang tidak rasional itu—terutama pengambilan keputusan investasi di pasar keuangan berdasar rumor—dikaitkan dengan perkembangan teknologi informasi dan komunikasi (TIK) mutakhir yang mengarah pada pemanfaatan internet sebagai sarana berinvestasi (misalnya, makin masifnya *online trading*), maka akan makin memperkuat posisi rumor sebagai dasar keputusan investasi di pasar keuangan. Pada gilirannya hal ini juga akan makin memperkuat perilaku irasionalitas investor. Sebab, melalui berbagai wahana penyebaran rumor di internet (Wysocki, 1998 menggunakan istilah *cyber gossip*), investor bisa dengan mudah dan murah mendapatkan rumor tersebut. Di sisi lain, internet juga membuat posisi investor individu makin penting. Charlson (1998) menyebut telah terjadi revolusi investor individu. Internet memungkinkan investor mendapatkan berbagai informasi—termasuk edukasi dan teknik analisis—secara murah (bahkan gratis) dan cepat (*real time*).

6.2 Pergeseran Menuju Paradigma Baru Investasi Keuangan

Sebagai konsekuensi apa yang dikatakan Jones (2004: 4), bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kekayaan moneter, maka harga instrumen investasi harus terus meningkat di masa mendatang. Untuk keperluan ini diperlukan alat-alat untuk memperhitungkannya. Permasalahan utama dalam memperhitungkan nilai investasi di masa



BAB 7

PERAN INFORMASI DALAM TEORI EKONOMI

7.1 Kontribusi Teori Ekonomi Informasi

Eksistensi informasi telah melahirkan cabang baru dalam ilmu ekonomi—ekonomi informasi—yang bidang studinya memelajari implikasi masalah yang ditimbulkan oleh informasi. Kontribusi utama ilmu ekonomi informasi adalah dikenalkannya konsep informasi tersembunyi (*hidden information*) dan tindakan tersembunyi (*hidden action*), yang menjelaskan keberadaan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*)¹ yang menjadi sumber terjadinya transaksi, termasuk transaksi di pasar keuangan (investasi).

Jika disimak perdebatan antara teori ekonomi tradisional dan *behavioral finance theory*, salah satu sumbernya adalah informasi ini. Grossman & Stiglitz (1980), misalnya, meskipun tidak menyangkal sistem harga merupakan refleksi dari informasi yang ada, seperti diteorikan dalam EMH, namun teori ini perlu diperbaiki. Menurut Grossman & Stiglitz, EMH yang dikenalkan oleh Fama (1970) menyadari informasi gratis adalah kondisi yang cukup untuk bisa merefleksikan informasi pada harga, tapi tidak menyadari justru yang diperlukan adalah informasi harus berbiaya. Jika informasi sangat murah—atau gratis—atau jika pelaku ekonomi terinformasi (*informed agent*) mendapatkan informasi yang sangat akurat, akan terjadi ke-

¹ Ketidakseimbangan informasi menunjukkan situasi pihak-pihak yang melakukan komunikasi—termasuk bertransaksi di pasar keuangan—tidak memiliki informasi yang sama. Ada yang memiliki informasi yang baik atau lengkap, seperti diasumsikan pada investor institusi (*well informed investor*) dan ada yang memiliki informasi tidak baik, tidak lengkap atau tidak memiliki informasi sama sekali, yang biasanya diasumsikan pada investor individu.

seimbangan, yaitu harga pasar akan merefleksikan informasi yang dimiliki oleh pelaku ekonomi terinformasi tersebut. Jika ini terjadi maka pelaku ekonomi yang mencari informasi tidak mendapatkan kompensasi dari informasinya. Ini adalah konflik mendasar antara EMH dengan informasi yang tersebar di pasar. Dengan demikian, karena informasi tidak gratis, maka harga tidak secara sempurna merefleksikan informasi. Dengan kata lain, EMH yang mengasumsikan informasi didapat dengan gratis, harus diperbaiki.

7.2 Perdebatan Teori Ekonomi Tradisional dan *Behavioral Finance Theory*

Seperti telah diungkapkan, teori ekonomi tradisional dibangun di atas dua asumsi. *Pertama*, individu berperilaku rasional, sehingga membuat keputusan yang optimal berdasar informasi yang tersedia. *Kedua*, individu mempunyai kemampuan tidak terbatas dalam mencari dan memproses informasi. Kedua asumsi ini diturunkan dari pandangan pasar dalam kondisi efisien (EMH). Dalam kondisi seperti ini tidak mungkin ada pihak yang punya kesempatan mendapatkan *abnormal return*. Investor hanya memiliki kemungkinan mendapatkan *abnormal return* kalau memiliki informasi pribadi (*private information*). Penelitian empiris French & Roll (1986) membuktikan asumsi ini. French & Roll membedakan tiga informasi, yaitu informasi publik, informasi privat dan informasi akibat kesalahan valuasi (*noise information/informasi yang terganggu*)², untuk kemudian diukur pengaruhnya pada jam-jam sibuk dan jam-jam tidak aktif di bursa saham. Hasilnya, ketiga jenis informasi berpengaruh pada jam-jam sibuk dan jam-jam tidak aktif, namun informasi privat paling kuat pengaruhnya pada jam-jam sibuk.

Kedua asumsi teori ekonomi tradisional ini mendapat pandangan lain dari *behavioral finance theory*. Pada asumsi pertama, cukup banyak *event study* membuktikan informasi publik seperti pengumuman laba,


² Informasi publik adalah informasi yang bisa diakses oleh semua peserta pasar, yang untuk mendapatkannya tidak diperlukan pengorbanan; Informasi privat merupakan informasi yang hanya bisa diakses oleh orang-orang tertentu, dengan pengorbanan biaya; Informasi *noise* adalah kesalahan valuasi yang bukan disebabkan informasi publik atau informasi privat, melainkan oleh bias psikologis

merger, IPO, dan yang lainnya masih bisa memberikan *abnormal return* (Mac Kinlay, 1997). Ini akibat adanya perilaku *over/underreaction*. Kemudian pada asumsi kedua, realitasnya kemampuan individu memproses informasi terbatas. Ini disebabkan investor lebih banyak menggunakan perasaan (*feeling*) dalam melakukan analisis, dan perasaan itu mudah dipengaruhi oleh bias perilaku (Daniel & Titman, 1999).

7.3 Peran Informasi dalam Perdebatan

Bagaimana ilmu ekonomi informasi membantu menjelaskan perdebatan itu? *Hidden information* (Hirshleifer & Riley, 1994: 307, menyebutnya *hidden knowledge*) adalah suatu transaksi yang salah satu pihak memiliki informasi lebih baik tentang transaksi tersebut dari pihak lain (Arrow, 1985). Pada kondisi ini berarti informasi tidak terdistribusi secara seimbang, yang kemudian dikenal sebagai ketidakseimbangan informasi. Inilah yang dimaksud informasi privat oleh French & Roll (1986). Dengan demikian, informasi tersembunyi merupakan penyebab terciptanya kondisi ketidakseimbangan informasi. Informasi tersembunyi membawa konsekuensi *adverse selection*, yaitu pihak yang memiliki informasi lebih baik dapat memanfaatkan informasi tersebut untuk memetik keuntungan dari lawan transaksinya. Sebaliknya, bagi pihak lainnya *adverse selection* merupakan risiko yang harus dihadapi. Tindakan tersembunyi merupakan tindakan yang akan dilakukan oleh pihak yang memiliki informasi lebih baik, setelah terjadi transaksi. Dalam banyak hal tindakan ini merugikan pihak yang informasinya lebih sedikit. Perdagangan orang dalam (*insider trading*) berpeluang besar masuk kategori ini.

Dalam ilmu ekonomi informasi, perbedaan mendasar dari informasi tersembunyi dengan tindakan tersembunyi membawa konsekuensi penting pada transaksi. Informasi tersembunyi terjadi pada *ex ante*, artinya sebelum terjadi transaksi pihak-pihak yang akan bertransaksi telah memiliki informasi masing-masing. Pada saat inilah pihak yang memiliki informasi lebih baik akan melakukan *adverse selection*. Sedangkan tindakan tersembunyi terjadi pada *ex post*. Pada saat ini pihak yang memiliki informasi lebih baik merealisasikan tindakan sesuai dengan informasi yang dimilikinya tersebut. Dalam kondisi ini



BAB 8

PERAN RUMOR DI PASAR KEUANGAN

8.1 Rumor dan Gosip

Pada pembahasan peran informasi sebelumnya disebutkan bahwa rumor adalah informasi publik. Dengan demikian, rumor termasuk bagian dari informasi. Sedang dikatakan sebagai informasi publik karena bisa diakses oleh publik. Karena rumor dijadikan argumentasi untuk mem-*bailout* BC, maka akan lebih produktif dan membantu jika dibahas lebih mendalam mengenai rumor ini.

Meskipun istilah rumor dan gosip sering bertukar tempat, namun keduanya memiliki perbedaan. Rosnow (1988; 1991; 2001) dan DiFonzo & Bordia (1997) mendefinisikan rumor sebagai informasi yang tidak (bisa) dikonfirmasi; bersifat lokal, baru atau penting; direncanakan untuk dipercaya. Sedang *gossip* (gosip), menurut Wert & Salovey (2004), cenderung memiliki *inner circlesness*, sehingga biasanya hanya beredar di antara orang-orang yang memiliki historis yang sama atau kepentingan yang sama.

Para pelaku di pasar keuangan adalah kumpulan orang-orang yang memiliki historis (sebagai investor) yang sama dan kepentingan yang sama pula¹, maka sebenarnya istilah gosip lebih tepat digunakan dalam pembicaraan soal pasar keuangan. Dengan demikian bisa diterima jika Wysocki (1998) menggunakan istilah *cyber gossip* untuk

¹Kimel (2004) menyebutnya sebagai *financial community*

menyebut rumor yang disebarkan melalui berbagai wahana *posting* di internet. Namun karena masyarakat luas lebih familier dengan istilah rumor, maka demi mendekati pada masyarakat istilah rumor yang digunakan dalam pembahasan selanjutnya.

8.2 Rumor dan Perilaku Tidak Rasional

Teori perilaku manusia (*human behavior theory*) dari ilmu psikologi, sosiologi dan antropologi banyak memotivasi lahirnya riset-riset keuangan mutakhir, terutama dalam bidang pasar keuangan (Simon, 1982; Shiller, 1998). Ini terjadi karena elemen psikologi, berupa perilaku manusia, tidak bisa dihilangkan dari pasar keuangan seperti diasumsikan oleh ilmu ekonomi konvensional (DeMarzo et al, 2001; Langvoort, 2002). Perilaku konservatisme kognitif (*cognitive conservatism*), misalnya, membuat seseorang kurang bereaksi terhadap informasi terbaru. Ini terjadi karena perilaku manusia yang memercayai informasi yang dimiliki sebelumnya, sehingga lambat mengubah pandangannya ketika menghadapi informasi terbaru. Sebaliknya, manusia juga bisa bereaksi sangat cepat dalam menanggapi informasi terbaru. Ini terjadi karena manusia berperilaku menanggapi secara berlebihan informasi tersebut, yang dikenal sebagai perilaku *representativeness*.

Masih banyak perilaku manusia—terutama psikologis—lainnya yang memengaruhi aktivitas di pasar keuangan seperti yang telah disajikan pada bagian *behavioral finance theory*, di antaranya *loss aversion*, *mental accounting*, *framing* dan yang lainnya. Dalam kaitan dengan rumor, perilaku manusia yang bisa menjelaskan adalah *heuristic* (Fromlet, 2001). Ini terjadi karena dari waktu ke waktu penyebaran informasi semakin cepat, sehingga pengambilan keputusan semakin rumit. Sebagaimana diketahui *heuristics* adalah menyeleksi dengan cepat interpretasi atas suatu informasi dan menentukan seberapa luas pengaruhnya dengan menggunakan intuisi. Pengambilan keputusan dengan dasar informasi seperti itu besar kemungkinannya mendapatkan hasil tidak seperti yang diinginkan.

Sebagai contoh perilaku *heuristics* ketika para investor forex harus menginterpretasikan informasi yang datang secara cepat—misalnya pengumuman indikator-indikator ekonomi AS dan negara-negara

lain—mana informasi yang penting dan tepat dipilih sesuai dengan kondisi pasar saat itu? Biasanya para investor tidak mampu lagi secara rasional menentukan pilihan, melainkan lebih mengandalkan *feeling*. Perilaku *heuristics* ini memang tidak bisa dihindari, meskipun tidak selalu bermanfaat.

Dalam kaitan dengan rumor, patut disimak fenomena psikologi pengiriman pesan yang dibuat Goldberg & von Nitsch (2001). Mereka membuat dua contoh informasi:

1. Pengangguran AS secara historis rendah tetapi peningkatan upah pada sektor non-pertanian lebih rendah dari yang diharapkan.
2. Peningkatan upah pada sektor non-pertanian lebih rendah dari yang diharapkan tetapi tingkat pengangguran AS secara historis rendah.

Kedua informasi tersebut secara statistik sama, tetapi media atau orang bisa mengirimkan pesan dan menerimanya secara berbeda. Pada informasi pertama isi pesan terasa negatif, sedang pada informasi kedua sebaliknya, positif. Jelaslah, perilaku psikologi manusia berpotensi menentukan konten pesan.

Di sisi lain, keberadaan rumor sebagai bagian dari kehidupan bermasyarakat sudah ada sejak lama. Karena rumor dan gosip merupakan salah satu bentuk informasi, maka sesuai dengan perilaku *heuristics*, ada kemungkinan manusia menggunakannya sebagai basis dalam pengambilan keputusan. Termasuk keputusan investasi di pasar keuangan.

8.3 Rumor dalam Keputusan Investasi di Pasar Keuangan

Dari teori perilaku kawanan, diketahui bahwa manusia cenderung memercayai penyebaran informasi dari percakapan langsung (tatap muka). Orang lebih memercayai informasi dari teman, rekan kerja atau pihak lain yang memungkinkan dilakukan komunikasi secara interpersonal dibanding dari media. Media memang bisa menyebarkan informasi secara cepat, namun kemampuannya mendorong perilaku



BAB 9

INTERNET MENYUBURKAN RUMOR DAN PERILAKU TIDAK RASIONAL

9.1 *Cyber Rumor*

Wysocki (1998) mengenalkan istilah *cyber gossip* untuk mengatakan rumor yang disebarkan melalui fasilitas internet. Meskipun istilah gosip lebih tepat digunakan untuk pembahasan dampak rumor pada investasi keuangan, namun karena masyarakat lebih mengenal istilah rumor maka istilah ini yang digunakan untuk kepentingan mengkaji kasus Bank Century ini. Selain itu, dalam kasus Bank Century yang terlibat tidak hanya masyarakat pasar keuangan, melainkan keseluruhan masyarakat Indonesia. Dengan demikian, mengikuti Wysocki, istilah *cyber rumor* akan digunakan untuk mengatakan rumor yang disebarkan melalui fasilitas internet.

Shiller & Pound (1986), Baker (1984), Klausner (1984), dan Ellison & Fudenberg (1995) mengemukakan bahwa aspek *behavioral finance theory* yang masih sedikit dieksplorasi adalah kontak sosial di antara investor. Menurut mereka sangatlah mungkin investor saling memengaruhi tidak sesederhana proses *trading*, tetapi melalui percakapan langsung—termasuk percakapan dengan sarana internet, seperti *cyber gossip* (Tumarkin & Whitelaw, 2001) dan bentuk pengaruh sosial lainnya (DiFonzo & Bordia, 1997). Fromlet (2001) juga menyatakan dalam konteks perkembangan pasar keuangan dewasa ini, pengambilan keputusan berdasar *heuristics* tak terhindarkan, sehingga

kontak interpersonal yang lebih intens menjadi kebutuhan. Untuk mengatasi kendala kontak fisik, yaitu terbatasnya waktu dan kendala lokasi—kesulitan menjangkau lokasi pertemuan secara fisik, maka teknologi informasi dan komunikasi (TIK) bisa menjadi pertimbangan (Bell 1998; Kimmel 2004). Para individu bisa saling melakukan komunikasi secara interpersonal menggunakan fasilitas internet dengan berbagai wahana, seperti *message board*, web, blog, *news group*, *mailing list*, *face book*, *twitter*, dan wahana lainnya.

Dengan demikian, kemajuan TIK mutakhir telah memfasilitasi para individu untuk melakukan komunikasi secara interpersonal. Dengan kondisi seperti ini besar kemungkinan para individu bisa melakukan pertukaran informasi, berdiskusi, dan juga sara mengonfirmasi rumor. Dengan kata lain, tidaklah terlalu salah jika dikatakan kemajuan TIK juga memfasilitasi penyebaran rumor. Kondisi seperti ini juga berlaku pada ketika BI harus memutuskan apakah Bank Century dinyatakan sebagai bank gagal secara sistemik atau tidak?

9.2 Meningkatnya Peran Investor Individu

Ternyata teknologi internet tidak hanya memfasilitasi komunikasi interpersonal yang semakin sulit dilakukan secara fisik, sehingga semakin meningkatkan peran rumor dalam keputusan investasi di pasar keuangan, tapi juga meningkatkan kapabilitas investor individu. Bahkan, di pasar modal Carlson (1998) menyebutnya telah terjadi revolusi investor individu. Intinya peran investor individu di pasar modal semakin besar, dan kapabilitas investasinya sejajar dengan para analis atau ahli investasi lain. Malah studi Bagnoli et al (1999) membuktikan investor individu sudah mampu mengalahkan *informed investor*.

Dengan menarik dan penuh inspirasi Carlson melukiskan kondisi tersebut: Sepanjang sejarah pasar keuangan (*financial market*), belum pernah ada masa yang membuat investor individu bisa dengan mudah, murah, cepat, dan nyaman berpartisipasi dalam investasi,

bahkan sesuai dengan keinginan mereka sendiri. Belum pernah terjadi, misalnya, investor individu bisa mendapatkan hasil riset secara gratis—kalaupun membayar tidak terlalu mahal. Belum pernah terjadi juga investor individu bisa mendapatkan informasi tentang produk investasi yang begitu beragam dengan mudah dan cepat. Belum pernah pula dialami investor individu, bisa mendidik dirinya sendiri dengan biaya murah, bahkan gratis. Yang lebih hebat lagi, belum pernah ada ceritanya seorang investor individu bisa berinteraksi dengan investor individu lain—atau dengan analis—secara *real time* dan melakukan investasi secara langsung.

Semua itu terjadi berkat dimanfaatkannya fasilitas internet broker, blog, *mailing list* atau memanfaatkan *message board*, yang merupakan buah dari kemajuan TIK. Carlson juga menyebut era sekarang ini sebagai abad keemasan (*golden age*) bagi investor individu, karena saat yang tepat untuk meningkatkan kekayaannya.

9.3 Manfaat Cyber Rumor

Makin besarnya peran investor individu dan makin pentingnya peran rumor, telah meningkatkan pemanfaatan wahana *posting* (investor bisa *download newsgroups*, *browsing website*, membuka blog, berlangganan *mailing list* dan bergabung dengan *message board*) untuk mendapatkan rumor (Hodge & Pronk, 2006), tepatnya *cyber rumor*. Ini ditandai dengan terus meningkatnya jumlah pesan yang dikirim (*posting*) oleh investor ke *message board*—situs tempat investor melakukan *posting*. Menurut catatan Harmon (1998, 1 September) dan Bennet (1998, 1 September), jumlah *posting* sudah mencapai ribuan per hari pada tahun 1998, padahal dua tahun sebelumnya belum dikenal atau tidak terdapat satu pun *posting* soal investasi saham ini. Kurun waktu dua tahun berikutnya (1999–2001) jumlah *posting* sudah mencapai lebih 35 juta (Antweiler & Frank, 2004a).



BAB 11

TEMUAN STUDI EMPIRIS DI PASAR KEUANGAN DUNIA

11.1 Studi Tentang Rumor di Pasar Keuangan

Peran rumor di pasar keuangan sudah dibuktikan keberadaannya sejak 300 tahun lalu oleh Leinweber & Madhavan (2001). Namun studi tentang peran rumor yang sesuai dengan perkembangan teknologi informasi dan komunikasi mutakhir—seperti cyber rumor—di pasar keuangan, masih arelatif baru, sehingga juga masih sedikit penelitian yang didekasikan pada topik ini.

Studi empiris tentang dampak aktivitas investor di internet (*internet stock message board*) pada valuasi saham¹ (dalam arti yang luas, seperti *return*, volume perdagangan, volatilitas dan lain sebagainya, (Sehgal & Song, 2007)) pertama kali dilakukan Wysocki (1998; 1999a). Wysocki mengangkat persoalan mendasar dalam dunia investasi pada penelitiannya tahun 1998, yaitu apakah *posting* pada diskusi *online* perlu diperhatikan atau tidak? Dikatakan persoalan mendasar, karena sampai saat ini masalah ada tidaknya kaitan antara informasi atau apakah informasi bisa digunakan untuk memprediksi valuasi saham belum dicapai kata sepakat. Padahal pada EMH, informasi merupakan pusat kajiannya (Das & Sisk, 2002)

Wysocki (1999) menggunakan informasi melalui internet yang *di-posting* di Yahoo! Finance Message Board selama periode 1997–1998 dan melibatkan 3000 perusahaan publik untuk menunjukkan, bahwa

¹Sebenarnya studi tidak dilakukan pada saham saja, namun untuk kepentingan mendeskripsikan peran rumor di pasar keuangan dalam rangka memberi landasan teori bagi argumenasi penetapan Bank Century sebagai bank gagal berdampak sistemik, cukup memadai jika ditampikan studi di pasar saham saja, yang merupakan bagian dari pasar keuangan

informasi dari *posting* di *message board* tidak bisa diabaikan. Pengaruh *posting* pada karakteristik fundamental perusahaan publik adalah positif dan signifikan. Perusahaan yang memiliki banyak investor, misalnya, lebih banyak mendapatkan *posting* dibanding perusahaan yang sedikit pemegang sahamnya.

Kalau pada penelitian tahun 1998 Wysocki lebih memfokuskan pada kaitan karakteristik perusahaan dengan volume *posting*, maka pada penelitian tahun 1999 titik berat diletakkan pada karakteristik individu pemosting (*poster*). Wysocki tetap memanfaatkan Yahoo! Finance message board dan data perusahaan yang menjadi pembentuk indeks Nasdaq 100 dalam penelitian ini. Temuan pentingnya adalah sebenarnya tidak terlalu banyak investor yang melakukan *posting*. *Posting* pun hanya terkonsentrasi pada lima perusahaan (Apple Computer, Intel, Oracle, Starbucks, dan MCI Worldcom). Namun dari hasil ini akhirnya Wysocki bisa mengetahui bahwa ada investor yang banyak melakukan *posting*, yang kemudian disebutnya sebagai pemosting aktif (*active poster*) dan tidak aktif (disebut *casual poster*). Pemosting aktif amat berbeda perilakunya dengan pemosting tidak aktif. Jika sebagian besar pemosting melakukan *posting* pada jam bursa, maka pemosting aktif melakukannya pada larut malam.

Dari kedua penelitian tersebut, pada prinsipnya Wysocki berpendapat bahwa informasi yang di-*posting* para investor melalui diskusi *online* dengan sarana internet—Wysocki menggunakan *message board*—memiliki pengaruh positif pada besaran-besaran investasi atau valuasi saham. Kesimpulan itu ditemukannya kembali pada penelitian berikutnya (Wysocki, 2000). Ini telah membuka khasanah baru dalam dunia penelitian tentang informasi di pasar keuangan—khususnya di pasar modal.

11.2 Temuan-Temuan yang Mendukung

Penelitian terbaru yang mendukung pendapat Wysocki adalah Pleis (2007). Pleis melakukan tes perbedaan keputusan investasi di antara responden yang menerima informasi dari *message board* dengan responden yang mengandalkan informasi "tradisional" seperti majalah, surat kabar, dan *news letter* dari perusahaan broker. Hasilnya

mengindikasikan jika semua *posting* positif dan negatif digabung, tidak terdapat perbedaan di antara kedua sampel. Tapi ketika diuji masing-masing, *posting negatif* lebih memengaruhi keputusan investasi responden penerima informasi dari internet dibanding responden yang menerima informasi dari sumber tradisional. Dengan demikian *posting negatif* memengaruhi keputusan investasi secara positif dan signifikan².

Penelitian-penelitian selanjutnya mendukung adanya kaitan antara aktivitas investasi di internet dengan valuasi saham. Sehgal dan Song (2007), misalnya, menunjukkan adanya korelasi yang kuat dan signifikan antara kinerja saham dengan sentimen yang di-*posting* (*web sentiment*). Frieder & Zittrain (2007) dan Bohme & Holz (2006) memberi fakta lain, mereka menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan atas *spam email* terhadap aktivitas *trading*. Email yang dikirim bisa memanipulasi harga saham, yang kemudian dimanfaatkan untuk menerapkan strategi *short selling*.

Antweiler dan Frank (2004a; 2004b), menguji pengaruh *posting* di Yahoo! Finance dan Raging Bull terhadap kinerja 45 saham yang *listing* di Nasdaq dan NYSE selama kurun waktu tahun 2000. Mereka menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan atas jumlah *posting* terhadap volume perdagangan dan volatilitas harga saham. Kedua penelitian yang menggunakan data yang di-*posting* di *message board* Yahoo! Finance dan Raging Bull itu menemukan derajat *posting* beli (*bullishness*) bisa digunakan untuk meramalkan volume perdagangan. Mereka juga berhasil membuktikan adanya pengaruh positif dan signifikan jumlah *posting* terhadap *return* saham, tetapi kecil secara ekonomi. Temuan yang terakhir ini memperkuat penelitian lainnya (Antweiler dan Frank, 2002) yang membuktikan hubungan negatif dan signifikan antara volume *posting* dengan *return* saham hari berikutnya.

Das & Sisk (2002) merasakan adanya kekurangan pada hasil-hasil penelitian tentang keterkaitan aktivitas investasi di internet dengan besaran investasi, terutama hubungan *posting* dengan harga saham. Kedua peneliti ini secara teoretis sepakat, cukup banyak bukti

² Temuan ini sejalan dengan hasil analisis Bank Indonesia, bahwa berita dan sentimen negatif—yang mudah menyebar saat krisis ekonomi global—bisa memengaruhi masyarakat, dalam hal ini menurunkan kredibilitas otonomi moneter dan pemerintah di mata masyarakat.



BAB 12

STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK INDONESIA

12.1 Metode Penelitian

Dari studi empiris tentang peran rumor dalam memengaruhi nilai-nilai saham dapat diketahui bahwa peran tersebut masih *debatable*. Dalam kaitan dengan kasus Bank Century, bisa diartikan masih terbuka kemungkinan menerima hasil analisis Bank Indonesia yang menggunakan argumentasi rumor sebagai dasar menentukan Bank Century sebagai bank gagal berdampak sistemik. Untuk lebih mencari kepastian pengaruh tersebut, di bab ini akan disajikan temuan studi empiris di Bursa Efek Indonesia.

Untuk mendapat bukti empiris tersebut penelitian dilakukan dengan menggunakan metode penelitian sebagai berikut:

1. Data rumor diambil dari *mailing list* yang dibuat sejak 3 Maret 2002. Siapa pun bisa bergabung di *millis* ini, tanpa perlu mendaftar, dan setiap saat bisa menarik kesertaannya tanpa memerlukan izin. Rumor yang dimaksud adalah jumlah *posting* yang di-*upload* para anggota *mailing list*. Periode yang dijadikan sampel adalah 1 Maret 2007 hingga 30 Juni 2008). Periode ini dipecah menjadi dua, yaitu periode *bullish* (1 Maret 2007 hingga 30 Juni 2007) dan *bearish* (1 Maret 2008 sampai 30 Juni 2008).
2. Data jumlah *posting* kemudian dikategorikan menjadi empat, yaitu *posting* beli, jual netral, dan lainnya (*uncategorised*).

Pengkategorian ini menggunakan metode konsensus yang dilakukan oleh tiga orang. Adapun kriteria kategori tersebut seperti disajikan pada Tabel 12.1.

Tabel 12.1
Kategori Posting

Kategori	Kalimat Posting Mengandung
Beli	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kata-kata: beli; <i>bullish</i> 2. Nada kalimat optimis 3. Kalimat pernyataan positif 4. Berita baik 5. Pernyataan memiliki saham 6. Merespons negatif atas <i>posting</i> jual
Jual	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kata-kata: jual; <i>bearish</i> 2. Nada kalimat pesimis 3. Kalimat pernyataan negatif 4. Berita buruk 5. Pernyataan tidak memiliki saham 6. Merespons negatif atas <i>posting</i> beli
Netral	Kata-kata: <i>hold</i> , tahan, <i>wait and see</i>
Lainnya	Selain kata, kalimat, pernyataan, dan respons yang dimiliki ketiga kategori

3. Data sekunder berupa volume perdagangan dan harga saham harian dikumpulkan dari situs Yahoo! Finance, bloomberg.com dan idx.co.id. Periode data yang dikumpulkan sama dengan periode data jumlah *posting*, 1 Maret 2007 hingga 30 Juni 2007 dan 1 Maret 2008 hingga 30 Juni 2008. Sedang data tentang

laporan keuangan, dikumpulkan dari situs idx.co.id dan Fact Book yang diterbitkan BEI.

4. Model-model yang digunakan untuk menguji keterpengaruhannya tersebut adalah sebagai berikut:

$$TV_{ibFull} = \alpha + \beta_1 \text{LogP}_{ibFull} + \beta_2 D_t + \beta_3 \text{LogP}_{ibFull} * D_t + \beta_4 \text{LQ45}_t + \beta_5 \text{Tamb}_t + \beta_6 \text{Pert}_t + \beta_7 \text{Man}_t + \beta_8 \text{Prop}_t + \beta_9 \text{Keu}_t + \beta_{10} \text{TI}_t + \beta_{11} \text{Tel}_t + \beta_{12} \text{Transp}_t + \beta_{13} \text{Far}_t + \beta_{14} \dots 1$$

$$TV_{ibBear} = \alpha + \beta_1 \text{LogP}_{ibBear} + \beta_2 D_t + \beta_3 \text{LogP}_{ibBear} * D_t + \beta_4 \text{LQ45}_t + \beta_5 \text{Tamb}_t + \beta_6 \text{Pert}_t + \beta_7 \text{Man}_t + \beta_8 \text{Prop}_t + \beta_9 \text{Keu}_t + \beta_{10} \text{TI}_t + \beta_{11} \text{Tel}_t + \beta_{12} \text{Transp}_t + \beta_{13} \text{Far}_t + \beta_{14} \dots 2$$

$$\text{LogP}_{ibFull} = \alpha + \beta_1 \text{LB}/M_t + \beta_2 \text{LE}/P_t + \beta_3 \text{LC}/P_t + \beta_4 \text{LS}/P_t + \beta_5 \text{LD}/P_t + \beta_6 \text{BMV}_t + \beta_7 \text{MROE}_t + \beta_8 \text{MBROE}_t + \beta_9 \text{H}\beta_t + \beta_{10} \text{HDER}_t + \beta_{11} \text{MCR}_t + \beta_{12} \text{HATV}_t + \beta_{13} \text{LAGE}_t + \beta_{14} \text{HPB}_t + \beta_{15} \dots 3$$

$$\text{LogP}_{ibBear} = \alpha + \beta_1 \text{HB}/M_t + \beta_2 \text{HE}/P_t + \beta_3 \text{HC}/P_t + \beta_4 \text{HS}/P_t + \beta_5 \text{HD}/P_t + \beta_6 \text{SMV}_t + \beta_7 \text{HROE}_t + \beta_8 \text{H}\beta\text{ROE}_t + \beta_9 \text{L}\beta_t + \beta_{10} \text{LDER}_t + \beta_{11} \text{HCR}_t + \beta_{12} \text{LATV}_t + \beta_{13} \text{HAGE}_t + \beta_{14} \text{LPB}_t + \beta_{15} \dots 4$$



BAB 13

BUKTI DI LAPANGAN

13.1 Pengalaman Krisis Ekonomi Global 2008

Fenomena irasionalitas investor di Indonesia sebenarnya sudah lama disinyalir terjadi di BEI. Sering kali terjadi perdebatan antara regulator bursa dengan investor. Ketua Bapepam-LK, Fuad Rahmany, misalnya, mensinyalir keputusan investasi yang diambil investor tidak berdasar fundamental keuangan perusahaan, melainkan rumor. Jika terjadi kerugian, investor cenderung menyalahkan broker atau otoritas bursa (Fuad Rahmany, Kompas, 23 Januari 2009). Sebaliknya, investor beranggapan regulator tidak cukup memberi perlindungan kepada investor, misalnya tidak menegur emiten yang tidak memberikan informasi secara transparan.

Default subprime mortgage di AS ("Market Shock 2007", 3 September, 2007) yang memicu krisis ekonomi (Sloan dan Boyd, 29 September 2008), mendukung sinyalemen Ketua Bapepam itu. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) BEI menurun 47,13% pada periode 31 Desember 2007 hingga 10 Oktober 2008 (lihat Tabel 13.1)¹. Angka penurunan itu merupakan terbesar ketiga setelah Shanghai Composite Index (China) dan VN Index (Vietnam). Padahal otoritas pemerintah dan bursa sudah memastikan hanya sedikit investor (institusi dan individu) yang memegang portofolio *subprime mortgage*. Kondisi keuangan sebagian besar perusahaan publik pun dalam posisi baik²,

¹Ini adalah periode terjadinya krisis ekonomi global

²Berarti secara fundamental kondisi pasar modal adalah kuat

Neraca Transaksi Berjalan (US\$ miliar)	-5,00	-11,0
Cadangan Devisa		
Nilai (US\$ miliar)	18,38	56,90
Kemampuan membiayai impor (bulan)	4,8	5,8
Kejatuhan IHSG Menjelang Krisis (%)	44 ^b	47 ^c
Kejatuhan Rupiah Terhadap US\$ Menjelang Krisis (%)	79 ^b	32 ^d

^a. Bank Komersial

^b. Periode Juni 1997- Desember 1997

^c. Periode Desember 2007-Okttober 2008

^d. Periode Januari 2007-November 2007

Dari kedua artikel itu dapat ditarik dua kesimpulan. *Pertama*, rumor memang berperan penting dalam memicu Krismon 1997. *Kedua*, prediksi yang dilakukan penulis atas dasar rumor tersebut terbukti: rupiah akhirnya jatuh.

Box 13.1

Efek Domino Krisis Bath

Oleh: Sawidji Widodoatmodjo

Jakartanet: 23 Juli 1997

Setelah Thailand "dihajar" spekulasi pasar uang, kini giliran Filipina. Tampaknya efek domino bakal berlanjut. Bagaimana mengantisipasi kondisi ini?

MENGAPA kawasan Asean "menarik perhatian" para *chartist* (*dealer* pasar valas), yang mengakibatkan krisis Bath (mata uang Thailand) dan Pesos Filipina? Fenomena apa yang dapat kita baca dari peristiwa yang dialami oleh mata uang Bath itu? Ada beberapa hal yang menarik untuk dijadikan bahan analisis.

Pertama, bahwa para pedagang uang mulai melirik Asean (pada umumnya negara-negara *emerging market*), untuk dijadikan "ladang". Tak sama, karena yang terjadi di Meksiko adalah penarikan modal ke luar negeri, sedang di Thailand terjadi *rush* dollar AS. Perbedaan yang lain adalah, cara pemecahannya. Kalau di Meksiko cara pemecahannya merelisasikan *repo* (*repurchase agreement*), yaitu suatu bentuk kerja sama antar bank sentral. Dalam *repo* disepakati, bila salah satu anggota mengalami kesulitan moneter (seperti krisis Bath), anggota lain berusaha menolong. Dalam krisis Bath, bank sentral Malaysia, Singapura telah menolong bank sentral Thailand dengan cara membeli Bath, sebanyak yang dikehendaki pasar. Ini suatu kerja sama yang bagus. Kalau ini bisa terus dipertahankan akan mengurangi ruang gerak para *dealer* pasar uang dunia, yang berusaha menanggung keuntungan dengan cara memanfaatkan kelemahan sistem moneter dan cadangan devisa negara-negara *emerging market*, sehingga selalu bisa dijadikan ajang "Menggoyang" harga. Anggapan inilah yang



BAB 14

KESIMPULAN

14.1 Rumor Memiliki Landasan Teori

Kasus Bank Century telah menghabiskan begitu banyak dana dan daya. Dana yang sudah pasti adalah biaya *bail out* senilai Rp6,7 triliun. Selain itu masih banyak dana lain-lain yang dibutuhkan untuk menyelesaikan masalah yang membelit bank tersebut, misalnya, dana pembentukan dan proses sidang-sidang PKABC, dana yang harus dikeluarkan kantor kementerian keuangan dan kantor wakil presiden untuk biaya pembelaan diri dan juga yang tak kalah banyak adalah dana-dana yang harus dikeluarkan para aktivis untuk membiayai aksi unjuk rasa.

Demikian pula dengan daya yang sudah dikeluarkan, tentu sudah amat melelahkan. Berbulan-bulan mereka yang terlibat langsung harus menjaga stamina agar bisa terus membela posisi masing-masing.

Sementara rakyat yang menyaksikan perdebatan mereka yang bersengketa harus berlelah-lelah menahan napas dan menahan stres, karena pada perdebatan itu mereka disuguhi tontonan ternyata negara ini cukup kaya, pemerintah cukup punya uang, tapi mengapa uang itu tak pernah menyantuni mereka. Yang mereka dengar negara memiliki sumber daya alam yang melimpah tapi belum bisa dimanfaatkan, kemiskinan dan ketimpangan pendapatan belum bisa diselesaikan. Semua itu akibat pemerintah tidak punya uang. Paling tidak, itulah yang selalu dikeluhkan pemerintah. Tapi mengapa untuk menyelamatkan Bank Century tiba-tiba pemerintah punya uang?

Tentu menyelamatkan sebuah bank membutuhkan uang—meskipun tidak selalu harus demikian—namun apa iya Bank Century harus diselamatkan? Inilah pertanyaan besarnya. Jika bisa dilepaskan dari fatsun politik yang ada, maka jawabannya bisa berangkat dari dua teori.

Dari sudut pandang teori ekonomi tradisional, jelas Bank Century tidak perlu diselamatkan. Sebab secara data fundamental, bank ini sangat kecil, baik dalam arti besaran aset (sehingga tidak bisa memenuhi teori *too big too fail*) maupun perannya dalam sistem perbankan (sehingga tidak akan menulari bank-bank lain). Argumentasi *too small is must be failed* untuk Bank Century memang sudah mendapat landasan teori yang kokoh (*robust*), yaitu teori ekonomi tradisional, tepatnya *standard finance*, sehingga amat sulit untuk mendebatnya. Terbukti mayoritas anggota DPR memilih opsi yang menyatakan *bail out* Bank Century adalah kebijaksanaan yang salah.

Kesimpulan seperti itu memang sudah sulit untuk diganggu gugat. Berdasarkan teori ekonomi tradisional memang benar adanya, apalagi faktanya sebagian besar dari anggota DPR dan juga masyarakat luas yang pernah mengenyam pendidikan di fakultas ekonomi pasti mempelajari teori ini, sehingga *mind set*-nya sudah secara runtut menampung cara berpikir teori ekonomi tradisional tersebut.

Namun, BFT masih memberikan ruang untuk mengubah *mind set* itu. Salah satunya teori *herd behavior* (teori perilaku kawanan). Seperti diteorikan salah satu segmen BFT ini, salah satu wujud perilaku tidak rasional adalah individu cenderung menghindari perbedaan pendapat (*disagreement*) dengan pendapat mayoritas yang melingkunginya. Kemungkinan teori ini berlaku juga pada sidang paripurna DPR, sehingga sebagian besar anggota menyetujui kesimpulan rapat paripurna, bahwa kebijaksanaan *bail out* Bank Century adalah salah.

Memang masih terbuka dua kemungkinan atas perilaku individu anggota DPR tersebut. Kemungkinan pertama, mereka terikat disiplin partai, sehingga harus mengikuti keputusan partai. Kemungkinan kedua, mereka menangkap bahwa selama sidang di PKABC, mantan

Gubernur Bank Indonesia, Boediono, tidak bisa memberikan landasan teori yang bisa mendukung argumentasinya, sementara *mind set* teori ekonomi tradisional sudah menuntun ke arah argumentasi yang sudah pasti. Kemungkinan ini terjadi pada mereka yang pernah mempelajari ilmu ekonomi. Sedang bagi mereka bukan berdasar dari disiplin ilmu ekonomi, kemungkinannya adalah berperilaku kawan seperti diteorikan BFT.

Mereka yang tergabung dalam kemungkinan kedua itu masih memiliki kemungkinan berubah posisinya, jika jawaban atas *bail out* Bank Century berangkat dari sudut pandang BFT. Seperti disampaikan oleh Boediono pada sidang PKABC, bahwa dia memahami sepenuhnya argumentasi bahwa Bank Century adalah bank kecil, yang tidak akan mungkin berdampak sistemik jika ditutup. Namun, dia mengingatkan, posisi seperti itu hanya akan terjadi jika ekonomi dalam kondisi normal. Faktanya, saat masalah Bank Century mencuat, ekonomi sedang dalam kondisi tidak normal, yaitu sedang menghadapi krisis ekonomi global.

Pada kondisi krisis ekonomi seperti itu, tindakan menutup bank, sekecil apa pun, akan menghadapi risiko dampak sistemik. Ini terjadi karena berita dan sentimen negatif akan menurunkan kredibilitas otoritas moneter dan pemerintah di mata masyarakat. Jelasnya, rumor sangat mudah menyebar dalam kondisi ekonomi yang sedang krisis. Dan ketika itu, rumor memang sudah menyebar. Oleh karena itu, mempertimbangkan keadaan rumor yang sudah nyata tersebut Bank Indonesia menetapkan Bank Century sebagai bank gagal berdampak sistemik, dan merekomendasikan KSSK untuk menyelamatkan bank tersebut.

Di sinilah timbul pertanyaan, apa landasan teori yang dipakai untuk membenarkan bahwa argumentasi rumor itu bisa digunakan untuk menyelamatkan Bank Century yang secara data fundamental kecil? Dalam bahasa mantan Gubernur Bank Indonesia, Burhanudin Abdullah, ilmu apa yang mendasari bahwa pembangkrutan BC akan berdampak sistemik? Di sini pulalah "bencana" itu terjadi. Boediono tidak bisa memberikan jawaban atas pertanyaan itu. Akhirnya mayoritas



DAFTAR PUSTAKA

- Akerlof, George A. & Janet L. Yellen (1997). Rational Models of Irrational Behavior: in the Contribution of After 50 Years. *The American Economic Review*, 77 (2): 137-142.
- Alpert, Marc & Howard Raiffa (1982). A Progress Report on The Training of Probability Assessors, In Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, Daniel Kahneman, Paul Slovic, and Amos Tversky, Editors. *Cambridge and New York: Cambridge University Press*.
- Antweiler, Werner dan Murray Z. Frank (2002). Internet Stock Message Boards and Stock Return. *Working Paper. University of British Columbia*.
- _____(2004a). Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards. *Journal of Finance*, 59 (3): 1.259-1.294.
- _____(2004b). Does Talk Matter? Evidence From A Broad Cross Section of Stocks. *Working paper. University of British Columbia*.
- Bagnoli, M., M.D. Beneish, S.G. Watts (1999). Whisper Forecasts of Quarterly Earnings Per Share. *Journal of Accounting Economics*, 28 (1): 27-50.

- Baker, Wayne (1984). The Social Structure of a National Securities Market. *Journal of Sociology*, 89 (4): 775-811.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean (2001). Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261-292.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean (2002). Online Investors: Do the Slow Die First? *The Review of Financial Studies*, 15 (2): 455.
- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, Robert Vishny (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49 (3): 307-343.
- Barberis, Nicholas, Ming Huang, Jesus Santos (1999). Prospect Theory and Asset Price. *Working Paper. Stanford University*.
- Basu, Sanjoy (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price Earnings Ratios: A Test of The Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance* 32 (3): 663-682.
- Bell, Wendell (1998) Making People Responsible: the Possible, the Probable, and the Preferable. *The American Behavioral Scientist*, 42 (3): 323-339.
- Benartzi, Shlomo & Richard H. Thaler (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1): 73-92.
- Benos, Alexandros V. (1999). Overconfident Speculators in Call Markets: Trade Patterns and Survival". *Journal of Financial Markets*, 1 (3-4): 353-383.

- Bensman, Miriam (1997). Putting the Market on the Couch. *Institutional Investor*, 31 (1): 133-135.
- Black, Fischer (1986). Noise. *Journal of Finance*, 41 (3):529-543.
- Black, Fischer, Myron Scholes (1973). The Pricing of Option Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3): 637-654.
- Bohme, Rainer and Thorsten Holz (2006). The Effect of Stock Spam on Financial Markets. *Workshop on the Economics of Information Security*. University of Cambridge, UK.
- Caballe, Jordi & Jozsef Sakovics (1996). Overconfident Speculation With Imperfect Competition. *Working Paper*. Universitat Autònoma de Barcelona.
- Campbell, John Y. (2000). Asset Pricing at The Millennium. *Journal of Finance*, 55 (4): 1.515-1.567.
- Cao, Henry H., Joshua D. Coval, David Hirshleifer (2002). Sideline Investor, Trade- Generated News, and Security Returns. *Review of Financial Studies*, 15 (2): 615-648.
- Chan, Louis, K.C., Y. Hamao Josef Lakonishok (1991). Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance*, 46 (5): 1.739-1.764.
- Crawford, Alan P. (1999). When Those Nasty Rumors Start Breeding on the Web, You've got to Move Fast. *Public Relations Quarterly*, 44 (4):43-45.

Kebenaran Politik Bergantung Siapa **Pemenang** **Kebenaran Hukum** Bergantung **Debat Pasal** **Kebenaran Objektif** Ditentukan **Dasar Teori dan Bukti Empiris**

Mengapa mayoritas DPR dan sebagian besar dari kita tidak bisa diyakinkan oleh Profesor Boediono, bahwa argumentasi rumor bisa digunakan sebagai dasar penetapan Bank Century sebagai bank gagal berdampak sistemik? Ini disebabkan faktanya Bank Century kecil perannya dalam sistem perbankan, sehingga tidak mungkin akan menimbulkan dampak sistemik jika ditutup.

Jalan pikiran seperti itu benar adanya, karena berangkat dari teori ekonomi tradisional. Teori ini berasumsi agen—pelaku ekonomi—berperilaku rasional. Salah satu wujud perilaku rasional itu adalah mengambil keputusan berdasar data fundamental. Dalam investasi saham, misalnya, investor akan mengambil keputusan beli ketika harga saham murah (di bawah nilai fundamental) dan akan mengambil keputusan jual ketika harga saham menjadi mahal (di atas nilai fundamental).

Sayangnya bukti empiris menunjukkan agen justru berperilaku tidak rasional. Ketika harga saham semakin mahal—ditunjukkan kenaikan harga terus-menerus—justru investor bersemangat membeli. Sebaliknya, saat harga-harga saham berjatuh, investor justru tidak melakukan pembelian.

Sebenarnya ada penjelasan lebih baru dari perilaku ini, yaitu yang dibawa oleh *behavioral finance theory*. Teori ini mengoreksi asumsi teori ekonomi tradisional. *Behavioral finance theory* membuktikan agen justru berperilaku tidak rasional. Dalam mengambil keputusan investasi saham, misalnya, investor tidak mendasarkan pada analisis fundamental dan teknikal, melainkan rumor. Celaknya teknologi internet makin menyuburkan penyebaran rumor dan makin mendorong agen berperilaku tidak rasional.

Jadi, atas dasar *behavioral finance theory*, kebijakan menetapkan Bank Century sebagai bank gagal berdampak sistemik tidak ada salahnya.

Untuk menjernihkan pikiran, membuka wawasan, dan sebagai bekal beradu argumentasi, uraian dalam buku ini amat membantu. Oleh karena itu, buku ini wajib menjadi koleksi Anda.



Penerbit PT Elex Media Komputindo
Jl Palmerah Barat 29-37 Lt.2 Tower
Jakarta 10270
Telp. (021) 53650110, 53650111 ext. 3216
Web Page: <http://www.elexmedia.co.id>

PERBANKAN

ISBN 978-605-27-7886-0



9 787890 778860

734101475