

PASAR KEUANGAN PADA MASA RESESI STUDI KASUS PADA PASAR INDONESIA

Nengah Sudjana

Dosen Jurusan Administrasi Bisnis
FIA Universitas Brawijaya

Abstrak

Financial market uncertainty in developing countries, including Indonesia can be caused by some factors differ with develop country. This paper use descriptive analysis to research and analyze Indonesian financial market in recession era. The analysis showed that Indonesian financial market was determined by nonfundamental factors, such as public policy. The result of this research could be used to elaborate some factors influencing financial market that often was ignored in some literatures.

Keywords: financial market, window dressing, reseason, non-fundamental factor

Pendahuluan

Ketidakwajaran pasar keuangan telah didokumentasikan secara cukup lengkap dalam literatur (Schwert, 2003). Berbagai penelitian melaporkan adanya ketidakwajaran keuangan yang disebabkan oleh berbagai faktor, yang juga telah dijelaskan secara mendetail. Namun demikian, penelitian tersebut lebih terfokus pada pasar Amerika Utara dan Eropa, yang merupakan negara-negara maju. Ketidakwajaran keuangan untuk pasar Asia belum dibahas, padahal pasar Asia sekarang ini berkembang dengan pesat. Karena itu, diperlukan pembahasan pasar-pasar yang sedang berkembang pesat ini, dalam hal ini tentang ketidakwajaran keuangan, pada khususnya di Indonesia.

Berbagai faktor yang mempengaruhi pasar keuangan dapat diklasifikasikan ke dalam 2 kelompok sebagai berikut:

- Faktor fundamental, yaitu faktor-faktor yang berkaitan dengan kondisi keuangan perusahaan (misalnya: EPS, PER)
- Faktor non-fundamental, yaitu faktor-faktor di luar kondisi keuangan perusahaan (misalnya: keadaan politik, defisit negara, kebijakan keuangan pemerintah)

Ketidakwajaran pasar keuangan merujuk kepada faktor non-fundamental, yaitu bergeraknya pasar keuangan tanpa adanya pengaruh dari kondisi keuangan perusahaan. Ketidakwajaran ini dapat terjadi semakin tidak wajar lagi jika pengaruhnya justru bertentangan dengan tren kondisi

keuangan perusahaan, misalnya pembelian yang semakin meningkat ketika harga saham meningkat.

Walaupun berbagai penelitian pada umumnya berpendapat bahwa ketidakwajaran pasar keuangan disebabkan oleh faktor non-fundamental, namun belum ada pengerucutan mengenai faktor non-fundamental yang mana yang dominan dalam berbagai keadaan ekonomi. Secara khusus, belum ada kesepakatan mengenai faktor pencetus pasar keuangan di saat krisis.

Penelitian-penelitian terbaru memfokuskan diri pada penjelasan lepas faktor waktu – misalnya faktor bulanan. Ini memunculkan dugaan bahwa kecenderungan ketidakwajaran pasar keuangan disebabkan oleh kesalahan pengumpulan data atau metode statistik (Keim, 1989). Menurut teori ini, efek ketidakwajaran tersebut merupakan akibat kesalahan spesifikasi model, yang mengabaikan faktor risiko pada bulan-bulan tertentu. Ini berarti bahwa investor tidak dapat mengandalkan data dan harga yang diambil pada waktu-waktu ketika faktor risiko itu diabaikan. Penjelasan lain didasarkan pada informasi baru yang disajikan oleh berbagai perusahaan pada akhir tahun fiskal, yang juga dikenal sebagai hipotesis informasi (Rozeff dan Kinney, 1976). Informasi berkala mengalir secara berubah-ubah sejalan dengan perbedaan kategori investor, dan dengan demikian berubah pula tingkat dan kecepatan penyebaran informasi. Bahkan ada pula penelitian yang mengaitkan data ketidakwajaran pasar keuangan dengan kecenderungan orang menunda pekerjaan, sehingga hal ini mengurangi kecepatan reaksi investor terhadap suatu informasi (Miller, 1990).

Teori *window dressing* secara menarik mengaitkan ketidakwajaran pasar keuangan dengan perilaku pengelola keuangan untuk menciptakan persepsi positif tentang kinerja keuangan perusahaan dengan

mempertahankan waktu pelepasan informasi keuangan, dengan harapan ini akan mempengaruhi klien mereka. Penelitian ini berpendapat bahwa ketidakwajaran keuangan lebih disebabkan oleh kesalahan sistematis (Haugen dan Lakonishok, 1989).

Dalam berbagai penelitian, faktor waktu dipandang sebagai faktor penting pada pasar negara maju – walaupun tidak dalam pasar negara berkembang. Berbagai penelitian untuk pasar negara berkembang mulai bermunculan, misalnya mengenai hipotesis *tax-loss selling* menggunakan saham bulanan di 18 pasar negara berkembang pada 1987-1995 (Fountas dan Segredakis, 2002). Penelitian di atas menyebutkan sangat sedikitnya pengaruh waktu terhadap ketidakwajaran pasar keuangan di negara-negara yang diteliti. Hal yang sama juga diungkapkan melalui penelitian terhadap pasar keuangan di Jordania (Maghayereh, 2003). Menggunakan standar *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* (GARCH) dan model *Exponential GARCH* (EGARCH) terhadap keuntungan harian Bursa Saham Amman selama 1994-2002, ditemukan sedikit sekali pengaruh waktu pada ketidakwajaran pasar keuangan.

Dapat dilihat bahwa penelitian yang telah dilakukan terhadap ketidakwajaran pasar keuangan tidak mencukupi untuk menjelaskan perilaku pasar keuangan, terutama pada masa resesi. Terlebih lagi, penelitian tersebut hanya menyajikan bukti-bukti empiris terhadap ketidakwajaran pasar keuangan negara-negara berkembang. Teori-teori tentang ketidakwajaran pasar keuangan berdasarkan data-data di negara maju juga tidak dapat diandalkan untuk menjelaskan fenomena yang sama di negara berkembang. Beberapa teori dan penjelasan yang umumnya valid untuk negara maju, namun tidak untuk negara berkembang antara lain adalah:

- *Tax-related selling*

*Information hypothesis**Small firm effect* (Sehyun, 1993)

Secara khusus, pasar Indonesia, yang juga sedang berkembang, perlu mendapat perhatian. Ketidakwajaran pasar keuangan Indonesia merupakan suatu fenomena yang unik, terutama pada saat terjadinya resesi. Untuk melindungi perekonomian negara, pemerintah Indonesia melakukan intervensi terhadap pasar keuangan Indonesia melalui berbagai instrumen kebijakan pemerintah, antara lain melalui mekanisme penjaminan di bank. Hal ini belum dicakup oleh berbagai penelitian tentang ketidakwajaran pasar keuangan.

Karena itu, perlu dilakukan penelitian mengenai subjek masalah ini. Berbagai teori yang telah disampaikan dan digunakan untuk menjelaskan pasar negara berkembang akan dipertimbangkan, namun disesuaikan dengan keadaan pasar di Indonesia. Salah satu ciri pasar Indonesia adalah adanya intervensi pemerintah, yang secara kontras berseberangan dengan negara maju yang pada umumnya menyerahkan pergerakan pasar sepenuhnya pada mekanisme perdagangan.

Penelitian ini bertujuan menjelaskan fenomena ketidakwajaran pasar keuangan Indonesia pada saat terjadi resesi ekonomi. Intervensi pemerintah pada saat-saat ini diduga mempengaruhi pergerakan pasar Indonesia, namun hal ini perlu diperjelas dengan studi perbandingan untuk mempertegas fenomena ini dan mengungkapkan faktor dominan yang mempengaruhinya.

Metode analisis deskriptif digunakan untuk menjelaskan kondisi ketidakwajaran pasar keuangan di Indonesia pada saat resesi. Dengan metode ini, data-data pasar keuangan dikumpulkan dan dibandingkan dari waktu ke waktu. Tren dan kejadian di pasar keuangan ini kemudian dianalisis dan dihubungkan sehingga dapat ditarik kesimpulan mengenai faktor mana dan faktor

apa yang dominan dalam mempengaruhi berbagai kejadian di pasar keuangan di Indonesia.

Resesi

Resesi di bidang ekonomi dan keuangan yang melanda Amerika Serikat telah berimbas ke berbagai belahan dunia, termasuk Indonesia. Bagi industri dalam negeri yang berorientasi ekspor terutama industri tekstil, krisis ekonomi dan keuangan telah menyebabkan pengurangan pegawai di berbagai perusahaan; bahkan, yang terparah, menyebabkan penutupan perusahaan.

Di negara berkembang, seperti Indonesia, dampak krisis keuangan ini telah menyeret perekonomian, yang ditunjukkan oleh krisis nilai tukar yang berpotensi berkembang menjadi krisis mata uang dan nilai tukar rupiah; yang telah menembus angka Rp 12.000 per USD. Demikian pula perdagangan saham di lantai Bursa Efek Indonesia yang pernah ditutup selama dua hari untuk menjaga stabilitas harga saham agar jangan sampai mengalami penurunan yang terlalu tajam. Di Indonesia sendiri, dampak krisis mulai melanda seluruh penjuror aktivitas ekonomi. Pemutusan hubungan kerja (PHK) massal mulai terjadi, terutama di perusahaan swasta yang aktivitas industrinya lebih banyak melibatkan tenaga kerja manusia (padat karya).

Dampak krisis ini juga sangat memukul negara-negara maju dan perekonomian global. Angka pengangguran diperkirakan akan meningkat tajam, seiring dengan anjloknya permintaan akan barang-barang yang diproduksi secara massal di Indonesia dengan melibatkan banyak tenaga kerja. Hal ini juga mengakibatkan semakin meurunnya daya beli masyarakat, yang berdampak pada belanja konsumen yang terus terpuruk. Pemulihan ekonomi negara maju diperkirakan belum akan terjadi dalam waktu

dekat mengingat ekonomi AS saat ini yang dihadapkan pada krisis likuiditas, krisis solvensi, dan problem makroekonomi sekaligus.

Rekapitalisasi perbankan yang sudah ditempuh pemerintah sekarang adalah menaikkan nilai jaminan simpanan masyarakat di bank dari Rp 100 juta menjadi Rp 2 miliar untuk mencegah terjadinya penarikan simpanan masyarakat di bank secara besar-besaran; seperti yang pernah terjadi pada resesi ekonomi dan keuangan pada tahun 1998. Sejah ini, langkah stimulus yang sudah ditempuh oleh pemerintah Indonesia baru menyangkut bidang perbankan untuk menurunkan suku bunga pinjaman. Sementara itu, di sektor industri, terutama industri padat karya, pemerintah Indonesia baru meminta kepada para pengusaha untuk tidak melakukan PHK secara besar-besaran melalui kebijakan yang cukup populer, yaitu menurunkan harga solar dan premium dari Rp 6.000 menjadi Rp 5.500 pada awal bulan Desember, dan kemudian menurunkan kembali harga solar dan premium dari Rp 5.500 menjadi Rp 5.000. Langkah lainnya yang sudah ditempuh oleh pemerintah adalah memulihkan kepercayaan pasar melalui perbaikan regulasi pasar finansial dengan jalan membuka kembali Bursa Efek Indonesia (BEI) serta mempercepat turunnya dana pemerintah untuk pembangunan di sektor riil. Krisis finansial global berpengaruh pada penurunan daya beli masyarakat, termasuk di sektor otomotif. Faktor yang mempengaruhi penurunan daya beli masyarakat antara lain adalah efisiensi, dengan jalan menunda pembelian otomotif – yang juga karena ketatnya likuiditas. Pembelian kendaraan bermotor umumnya dengan kredit karena sulitnya akses dengan pembayaran secara *leasing* serta naiknya uang muka; yang kadang-kadang membuat calon konsumen berpikir ulang, atau bahkan membatalkan

pemesanan yang sudah pernah dilakukannya.

Krisis ekonomi dan keuangan global telah menyeret ke dalam krisis sendi-sendi hidup lain yang tidak kalah pentingnya seperti keadilan, ketulusan hati, kepercayaan, serta kemanusiaan. Krisis ekonomi dan keuangan global akan berpengaruh terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia pada masa yang akan datang. Pada tahun 2008 pertumbuhan ekonomi sebesar 6,1% akan terkoreksi menjadi 4,9% pada tahun 2009. Ini berarti perekonomian Indonesia akan melemah tajam dan berdampak besar di seluruh sektor. Untuk menghilangkan kekhawatiran pelaku bisnis, Bank Indonesia (BI) telah menerapkan berbagai kebijakan, mulai dari menurunkan tingkat *BI rate* ke 9,25%, pengaturan transaksi valuta asing, hingga meningkatkan nilai jaminan minimal menjadi Rp 2 miliar.

Selanjutnya, akan dibahas fenomena pasar keuangan di Indonesia sebagai akibat adanya resesi. Secara khusus, akan dibandingkan data-data suku bunga Bank Indonesia (BI) dan indeks harga saham gabungan saham-saham *blue chip* di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Analisis Data

Sebagaimana telah disampaikan dalam Bagian I, metode analisis deskriptif digunakan untuk mengamati ketidakwajaran pasar keuangan di Indonesia dalam naskah ini. Data-data yang digunakan yaitu:

- Suku bunga Bank Indonesia
- Indeks harga saham gabungan (IHSG)

Data-data ini akan ditampilkan dalam 2 bagian, yaitu:

- Data sebelum resesi, yang ditampilkan pada sub-bagian 1
- Data setelah resesi, yang ditampilkan pada sub-bagian 2

Selanjutnya dalam sub-bagian 3 akan dibahas perbandingan antara data sebelum dan setelah resesi tersebut – menggunakan metode analisis deskriptif.

1. Data sebelum resesi (2006)

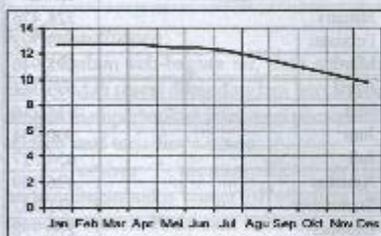
Fenomena pasar keuangan sebelum resesi (dalam keadaan tidak ada resesi) diwakili oleh keadaan tahun 2006.

Suku bunga Bank Indonesia sepanjang tahun 2006 ditampilkan pada Tabel 1.

Tabel 1. Suku bunga Bank Indonesia 2006

Bulan	Suku bunga
Januari	12,75
Februari	12,75
Maret	12,75
April	12,75
Mei	12,50
Juni	12,50
Juli	12,25
Agustus	11,75
September	11,25
Oktober	10,75
November	10,25
Desember	9,75

Tren suku bunga Bank Indonesia, tergambar dalam Gambar 2.



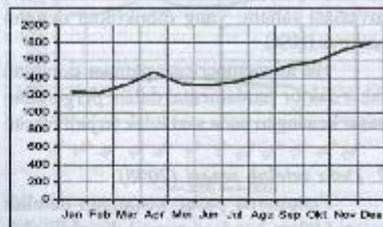
Gambar 1. Tren suku bunga Bank Indonesia 2006

Sebagaimana terlihat dalam Gambar 1, tren suku bunga adalah menurun sepanjang tahun, terutama diawali sekitar bulan Juni.

IHSG sepanjang tahun 2006 ditampilkan dalam Tabel II, yang selanjutnya digambarkan dalam Gambar 2. Tren IHSG, sebagaimana digambarkan dalam Gambar 2, adalah cenderung meningkat sepanjang tahun, terutama sejak sekitar bulan Juni.

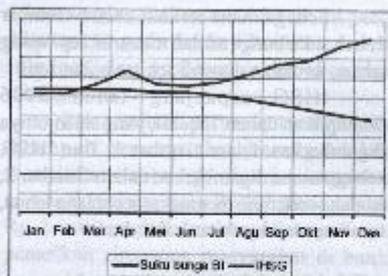
Tabel 2. Indeks harga saham gabungan 2006

Bulan	IHSG
Januari	1232,321
Februari	1230,664
Maret	1322,974
April	1464,406
Mei	1329,996
Juni	1310,263
Juli	1351,649
Agustus	1431,262
September	1534,615
Oktober	1582,626
November	1718,961
Desember	1805,523



Gambar 2. Tren indeks harga saham gabungan 2006

Perbandingan secara bersama-sama antara kecenderungan suku bunga BI dan IHSG tahun 2006 ditampilkan pada Gambar 3.



Gambar 3. Perbandingan suku bunga BI dan IHSI 2006

Gambar 3 menunjukkan secara lebih jelas bahwa kecenderungan peningkatan IHSI dipengaruhi secara langsung oleh kecenderungan penurunan suku bunga BI. Suku bunga BI menurun bersamaan dengan IHSI yang meningkat; sementara keduanya stagnan pada saat yang bersamaan juga. Fenomena ini sesuai dengan teori umumnya bahwa dengan makin tidak menguntungkannya tingkat suku bunga BI, ada kecenderungan pasar untuk lebih memilih investasi saham; yang dibuktikan dengan naiknya IHSI.

Hal ini mempertegas peranan dominan faktor-faktor fundamental dalam pergerakan pasar keuangan pada saat tidak terjadi resesi.

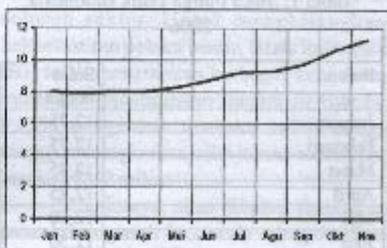
2. Data setelah resesi (2008)

Fenomena pasar keuangan setelah resesi (dalam keadaan resesi) diwakili oleh keadaan tahun 2008.

Suku bunga Bank Indonesia sepanjang tahun 2008 (hingga bulan November) ditampilkan pada Tabel III, yang selanjutnya digambarkan dalam Gambar 4. Tren suku bunga Bank Indonesia, sebagaimana terlihat dalam Gambar 4, adalah meningkat sepanjang tahun, terutama diawali sekitar bulan Mei.

Tabel 3. Suku bunga Bank Indonesia 2008

Bulan	Suku bunga
Januari	8.00
Februari	7.94
Maret	7.96
April	7.96
Mei	8.26
Juni	8.73
Juli	9.21
Agustus	9.27
September	9.71
Oktober	10.66
November	11.24

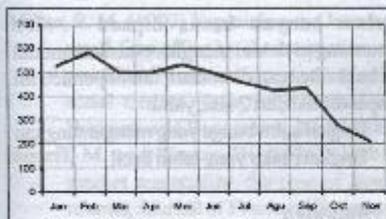


Gambar 4. Tren suku bunga Bank Indonesia 2008 IHSI sepanjang tahun 2008 (hingga bulan November) ditampilkan dalam Tabel 4.

Tabel 4. Indeks harga saham gabungan 2006

Bulan	IHSI
Januari	528,426
Februari	583,792
Maret	498,940
April	503,381
Mei	534,216
Juni	500,934
Juli	454,227
Agustus	426,769
September	431,042
Oktober	276,798
November	215,979

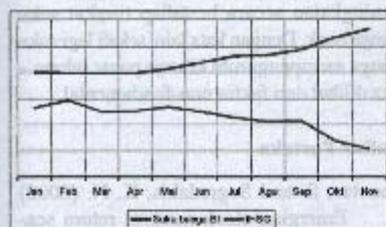
Tren IHSI selanjutnya digambarkan dalam Gambar 5.



Gambar 5. Tren indeks harga saham gabungan 2008

Tren IHSG, sebagaimana digambarkan dalam Gambar 5, adalah cenderung menurun sepanjang tahun, terutama sejak sekitar bulan Mei.

Perbandingan secara bersama-sama antara kecenderungan suku bunga BI dan IHSG tahun 2008 ditampilkan pada Gambar 6.



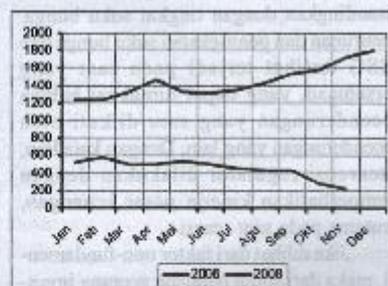
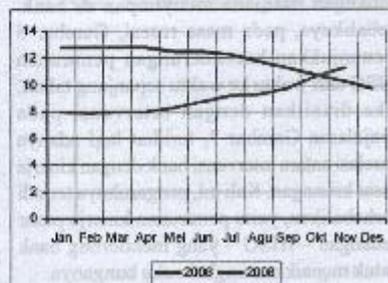
Gambar 6. Perbandingan suku bunga BI dan IHSG 2008

3. Perbandingan

Dalam sub-bagian ini, data sebelum dan sesudah resesi dibandingkan bersamaan dengan memperhatikan intervensi pemerintah selama saat terjadinya resesi.

Gambar 7 menampilkan grafik perbandingan suku bunga BI sebelum dan sesudah resesi. Pada saat sebelum resesi, tampak bahwa ada intervensi sebagai upaya untuk menggalakkan investasi dengan cara menurunkan suku bunga secara bertahap sepanjang tahun. Ini dapat dipahami sebagai

upaya mendorong pelaku pasar keuangan untuk melepas uang dari bank ke pasar. Sebaliknya, pada saat resesi, tampak upaya untuk menarik uang yang ada di pasar ke bank nasional dengan cara menaikkan suku bunga bank. Ini dapat dipahami sebagai usaha mencegah larinya uang ke luar negeri pada saat para investor menarik uangnya dari pasar saat resesi.



Gambar 7. Perbandingan suku bunga BI tahun 2006 (sebelum resesi) dan tahun 2008 (sesudah resesi)

Gambar 8. Perbandingan IHSG tahun 2006 (sebelum resesi) dan tahun 2008 (sesudah resesi)

Gambar 8 menampilkan grafik perbandingan IHSG sebelum dan sesudah resesi. Pada saat sebelum resesi, tampak

bahwa IHSG cenderung meningkat secara bertahap sepanjang tahun. Jika dikaitkan dengan intervensi pada penjelasan Gambar 7, terlihat adanya korelasi antara intervensi bank terhadap kinerja pasar keuangan. Adanya penurunan suku bunga bank diikuti oleh semakin bergairahnya pasar keuangan. Dengan kata lain, investor memilih untuk menginvestasikan modalnya di pasar keuangan daripada menyimpan di bank. Sebaliknya, pada masa resesi, Gambar 8 menunjukkan kecenderungan penurunan IHSG dari waktu ke waktu sepanjang tahun. Jika dikaitkan dengan intervensi pada penjelasan Gambar 7, terlihat lagi adanya korelasi antara intervensi bank dengan kinerja pasar keuangan. Kali ini, pengaruhnya terjadi berkebalikan, yaitu penurunan kinerja pasar keuangan – IHSG – yang mendorong bank untuk menaikkan tingkat suku bunganya.

Hubungan sebab akibat ini terlihat lebih jelas lagi pada Gambar 3 dan Gambar 6, yaitu ketika kinerja pasar keuangan – IHSG – disandingkan dengan tingkat suku bunga. Penurunan dan peningkatan suku bunga dan IHSG terlihat terjadi pada saat yang bersamaan, yang dapat dimaknai bahwa kecenderungan yang satu diikuti oleh kecenderungan yang lain. Dengan kata lain, intervensi regulator dilakukan dengan memperhatikan kinerja pasar keuangan, terutama pada saat resesi.

Jika dilihat dari faktor non-fundamental, maka dari sudut pandang seorang investor, keputusan pemain pasar tergantung dari intervensi terhadap tingkat suku bunga. Investor akan membandingkan keuntungan (*capital gain*) yang diperoleh dari satu jenis investasi terhadap jenis investasi yang lain. Pada saat resesi, investor cenderung menarik modalnya dari pasar keuangan untuk menghindari risiko kerugian yang lebih besar. Hal ini dilakukan dengan menjual saham di pasar modal. Pertimbangan untuk menghindari kerugian ini juga diikuti – dan

dalam banyak kasus dipacu – oleh keuntungan dalam menginvestasikan modal di bank. Dengan demikian, faktor pemicu ini dapat dilihat dari 2 sisi, yaitu:

- Tingkat suku bunga yang menguntungkan
- Tingkat risiko yang lebih kecil

Kesimpulan

Berdasarkan penelitian ini, dapat dilihat bahwa kinerja pasar keuangan berkaitan erat dengan tingkat suku bunga bank.

Pada saat sebelum resesi, ada intervensi untuk menggiatkan pasar keuangan melalui penurunan secara bertahap tingkat suku bunga bank. Dengan kata lain, suku bunga mempengaruhi kinerja pasar saham – jika dilihat dari faktor non-fundamental.

Pada saat terjadi resesi, ada intervensi untuk menarik uang di pasar keuangan melalui peningkatan secara bertahap tingkat suku bunga bank. Dengan kata lain, sekali lagi suku bunga mempengaruhi kinerja pasar saham – jika dilihat dari faktor non-fundamental.

Daftar Pustaka

- Fountas, S. and Segredakis, K. N. (2002) Emerging stock markets return seasonalities: the January effect and the tax-loss selling hypothesis, *Applied Financial Economics*, 12, 291–9.
- Haugen, R. A. and Lakonishok, J. (1988) *The Incredible January Effect: The Stock Market's Unsolved Mystery*, Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, USA.
- Keim, D. B. (1989) Trading patterns, bid-ask spreads, and estimated security returns: the case of common stocks at calendar turning points, *Journal of Financial Economics*, 25, 75–97.
- Maghayerch, A. (2003) Seasonality and January effect anomalies in an emerging capital market, *The Arab Bank Review*, 5, 25–32.

- Miller, F. M. (1990) Explaining the January small firm effect by the interaction of procedurally rational investors and seasonal traders, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 29, 36-54.
- Rozeff, M. and Kinney, W. (1976) Capital market seasonality: the case of stock returns, *Journal of Financial Economics*, 3, 379-402.
- Seyhun, H. N. (1993) Can omitted risk factors explain the January effect? A stochastic dominance approach, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, 195-212.
- Schwert, G. W. (2003) Anomalies and market efficiency, in *Handbook of the Economics of Finance*, Chapter 14 (Eds) G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, North-Holland, New York.