



Hipotesis pasar efisien: tinjauan pustaka sistematis

Emi Listika Zen

Universitas Indonesia

emilistika@gmail.com

Info Artikel

Sejarah artikel:

Diterima 4 April 2022

Disetujui 12 April 2022

Diterbitkan 25 April 2022

Kata kunci:

Hipotesis pasar efisien;

Efisiensi pasar; Pasar

saham; *Systematic literature*

review

Keywords :

The efficient market

hypothesis; Market

efficiency; Stock market;

Systematic literature review

ABSTRAK

Dalam beberapa tahun ini, akademisi dan ekonomi telah mempelajari konsep efisiensi yang diterapkan pada pasar modal, hipotesis pasar efisien (EMH) menjadi area penelitian utama dalam spesialisasi literatur. Mereka memiliki pandangan yang berlawanan tentang EMH, ada yang menolak EMH, ada pula yang mendukung EMH. Hipotesis pasar yang efisien menyatakan bahwa harga aset apa pun bergantung pada informasi, sedangkan teori keuangan perilaku menyatakan bahwa harga bergantung pada reaksi pelaku pasar terhadap informasi tersebut. Kesimpulan dari artikel ini adalah bahwa pengujian efisiensi pasar adalah susah dan terdapat kemungkinan besar lantaran perubahan dari kondisi pasar atau ekonomi, model teoretis baru harus dapat dikembangkan untuk mempertimbangkan semua perubahan. Sebagai alasan, penting untuk melanjutkan studi empiris untuk memutuskan apakah pasar modal efisien atau tidak efisien secara informasi.

ABSTRACT

In recent years, academics and economists have studied the concept of efficiency as applied to capital markets, the efficient market hypothesis (EMH) being a major research area in the specialization literature. They have opposing views about EMH, some are against EMH, some are in favor of EMH. The efficient market hypothesis states that the price of any asset depends on the information, whereas the behavioral finance theory states that the price depends on the reaction of market participants to the information. The conclusion of this article is that testing market efficiency is difficult and it is likely that due to changes in market or economic conditions, new theoretical models should be developed to take into account all changes. For this reason, it is important to continue empirical studies to decide whether capital markets are efficient or informationally inefficient.



©2022 Penulis. Diterbitkan oleh Program Studi Akuntansi, Institut Koperasi Indonesia.

Ini adalah artikel akses terbuka di bawah lisensi CC BY

(<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

PENDAHULUAN

Di dalam Konsep Efficient Market Hypothesis (EMH) dipopulerkan pertama kali oleh Paul Samuelson dan Eugene Fama pada tahun 1960-an. EMH ialah merupakan sebuah teori yang sangat fenomenal yang menyimpan banyak peneliti maupun investor untuk dapat melakukan penelitian secara empirik tentang kebenaran teori ini sejak dipopulerkan oleh Fama di tahun 1970. Konsep dari EMH ialah harga-harga yang terbentuk di pasar yang efisien, telah mendeskripsikan seluruh informasi yang ada (*stock prices reflect all available information*). Pengetesan terus dilakukan sejak konsep ini di populerkan sampai saat ini untuk memahami seberapa efisien pasar modal di suatu negara. efisien yang dimaksud ialah investor bisa jadi dapat "mengalahkan" pasar (*no one can beat the market*), dengan kata lain bahwa tidak mungkin investor ini memperoleh abnormal return ketika pasar disebut efisien.

Sangat banyak peneliti maupun investor berbeda tinjauan tentang konsep EMH ini, secara teoritis EMH memang merupakan kondisi ideal, namun para peneliti menganggap bahwa konsep ini pada akhirnya tidak realistis. Namun menurut Ardalan, (2020), sikap dari para pelaksana pasar di bursa selalu mempunyai kecenderungan untuk menyebabkan pasar tidak efisien. Pentingnya EMH ini bagi dunia manajemen keuangan, dan banyaknya perdebatan yang timbul dari EMH, maka tulisan ini dibuat dengan bertujuan untuk membahas kembali tentang teori efisiensi pasar yang dikaji secara empiris, dengan ini tulisan ini diharapkan dapat memberikan sebuah wawasan bagi pembaca tentang relevansi konsep EMH pada masa kini.

Hipotesis pasar yang efisien dan teori keuangan perilaku sudah menjadi landasan penetapan harga aset modern selama 50 tahun terakhir. Dalam teori keuangan modern, teori awal yang normal ialah teori pasar modal yang efisien. Syarat dari "efisiensi" memperlihatkan fakta bahwa investor tidak mempunyai kesempatan untuk mendapatkan suatu keuntungan abnormal atau langka dari modal

transaksi pasar dibandingkan dengan investor lain, mereka tidak dapat mengalahkan pasar. Cara investor untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar yaitu dengan berinvestasi pada aset yang berisiko lebih tinggi. Efficient Market Hypothesis (EMH) sangat kontroversial dan menyebabkan ini menjadi perhatian khusus bagi para ekonom keuangan, EMH mempunyai dua prediksi penting yaitu yang pertama bahwa harga dari sekuritas dapat mencerminkan informasi yang tersedia untuk investor. Kedua, kinerja dari strategi perdagangan aktif (buy and self) akan sulit untuk dapat melebihi kinerja strategi positif (buy and hold).

Dimulai dengan Fama, terdapat banyak peneliti lain datang dengan definisi yang berbeda. Pada tahun 2003, Malkiel mendefinisikan pasar modal yang efisien sebagai pasar di mana "harga sepenuhnya mencerminkan semua" Fama (1969 dan 1970), bentuk lemah dari EMH dijelaskan sebagai keadaan fakta di mana harga aset keuangan saat ini menggabungkan, setiap saat, semua informasi keuangan historis yang ada.

Ball (2009) menemukan sebuah fakta bahwa hipotesis pasar efisien menyatakan yaitu harga aset saat ini adalah benar menurut semua informasi yang ada; yang artinya bahwa pelaksana pasar harus dapat menerima harga aset sebagai hal yang benar akan tetapi, dalam gelembung harga aset sebelum krisis, banyak pelaksana pasar berpikir bahwa harga aset "salah" dan karenanya mereka dapat mengalahkan pasar. Hasil teori mendukung dari gagasan bahwa investor tidak mendapatkan keuntungan abnormal dari berinvestasi dalam aset keuangan. Kesimpulan mengenai bentuk lemah EMH. informasi (yang artinya formulir ini juga menyatukan bentuk lemah dari EMH), dan sebagai tambahan, harga berubah dengan cepat dan tanpa bias untuk memasukkan informasi publik baru lainnya yang dikeluarkan oleh pasar. Bentuk kuat EMH mengasumsikan bahwa harga menggabungkan semua informasi yang tersedia di pasar, yang termasuk: informasi keuangan historis (bentuk lemah), semua informasi publik baru (bentuk setengah kuat) dan semua informasi pribadi mengenai aset keuangan.

METODE PENELITIAN

Systematic Literatur Review (SLR) bertujuan untuk menguraikan tinjauan pustaka sistematis. Metode SLR digunakan untuk menganalisis eksperimen yang dilakukan dalam keuangan. Tinjauan literatur saat ini dimulai dengan merumuskan pertanyaan dan saat ini berfokus pada menemukan jawaban untuk pertanyaan-pertanyaan ini dalam literatur yang ditinjau.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Random walk tests – weak form of EMH (Pasar Efisien Lemah)

Hipotesis ini menyatakan bahwa harga merefleksikan semua yang bisa diperoleh dengan cara menganalisis data trading pasar seperti harga historis dan volume trading. Banyak literatur yang menganalisis karakter random walk dari harga saham. Acak teori berjalan menganggap bahwa evolusi harga di masa depan tidak dapat diketahui. Peningkatan pada hari tertentu tidak secara langsung menyiratkan peningkatan atau penurunan lebih lanjut di hari berikutnya. Yang mengakibatkan harga tidak memiliki memori.

Saham yang secara tiba-tiba dapat naik secara meningkat hingga saat semua informasi telah tersedia di sebabkan adanya informasi yang baru tentang saham. Informasi terbarunya tidak bisa diprediksi (unpredictable), apabila dapat diprediksi maka informasi tersebut masuk kedalam bagian informasi yang diketahui oleh para investor. Yang mengakibatkan akhirnya perubahan harga saham yang disebabkan karena reaksi terhadap informasi baru (unpredictable) berjalan secara tidak dapat diprediksi. Melalui penjelasan tersebut maka sebuah harga saham akan mengikuti random walk (Bodie et al., 2008).

Malkiel (2003) Berpendapat bahwa strategi (buy and hold) atau membeli saham dan menyimpannya dalam waktu jangka panjang yang merupakan strategi paling tepat untuk investor atau sebagai strategi portofolio pasif Istilah ini pertama kali dipertimbangkan oleh Jules Regnault dalam bukunya yang berjudul *Calcul des Chances et Philosophie de la Bourse*”, diterbitkan pada tahun 1863. Lalu dikemukakan kembali oleh Louis Bachelier dalam bukunya Makalah PhD dari tahun 1900, "Théorie de la spekulasi". Sampai awal 1930-an.

Sabbaghi and Sabbaghi, (2018) menemukan bahwa negara maju memiliki pasar sekuritas dalam bentuk weak form, hal ini dapat diketahui bahwa pada negara maju, pelaksana pasar sekuritas tidak akan bisa memperoleh abnormal return hanya dengan melakukan analisis terhadap informasi historikal sekuritas, melainkan dibutuhkan sebuah informasi relevan yang lain, Pada negara maju informasi

seperti informasi publik dan informasi privat, tidak bisa mudah didapatkan. Sedangkan pada negara berkembang, informasi-informasi tersebut lebih mudah untuk didapatkan. Namun peneliti lain juga menemukan hal lain pada negara berkembang bentuk pasar sekuritasnya juga berada dalam bentuk efisien secara weak form (Degutis and Novickyte, 2014; Firoj and Khanom, 2018).

Kesimpulan Sebelumnya Mengenai Perilaku Harga Saham” dari tahun 1960, penulis menyimpulkan bahwa investor tidak mengelola, rata-rata, untuk mendapatkan pengembalian abnormal dibandingkan dengan pasar. Setelah periode ini, sekitar tahun 1990-an, datang ide baru mengenai keuangan perilaku. Namun teorinya bertentangan dengan hipotesis random walk dengan menekankan pengaruh perilaku investor. penulis yang bertentangan dengan random walk dalam artikel mereka yaitu Lo dan MacKinley (1999), Lo, Mamaynski dan Wang (2000).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hipotesis tentang reaksi jangka pendek dari harga aset keuangan memiliki kesimpulan yang kontradiktif. Kebanyakan dari mereka Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969) menyimpulkan bahwa pengembalian abnormal positif terbesar dicatat dalam 3-4 bulan pertama setelah pengumuman, bertahan dengan cara ini dalam penyesuaian harga secara bertahap di pasar modal.

Tahun 1968 diperkenalkan oleh Ball dan Brown menurutnya pasar modal tidak efisien berdasarkan sampel tahun 1946-1966 mengenai reaksi terhadap pengumuman laba akuntansi. Harga saham bereaksi lambat terhadap informasi baru dan mereka menyesuaikan selama 12 bulan pertama setelah pengumuman – EMH tidak berlaku. Titan (2015) melakukan studi literatur mengenai penelitian EMH baik untuk jangka panjang (long run) ataupun jangka pendek (short run). Pada kajian literatur ini, EMH didapatkan lebih banyak tidak efisien.

Kesimpulan yang sama bertahan bertahun-tahun kemudian dan dapat ditemukan juga dalam artikel yang diterbitkan oleh Bernard dan Thomas pada tahun 1990 tentang pengumuman keuangan di mana sampel 2626 perusahaan digunakan untuk menguji reaksi pada laporan keuangan triwulanan. Tahun 2013, Birau menerbitkan sebuah studi perbandingan yaitu pasar modal Rumania dan Hungaria mengenai bentuk lemah dari EMH. Indeks BET dan BET-C dipertimbangkan untuk pasar saham Rumania dan BUX dan indeks BUMX untuk pasar modal Hungaria, dengan data harian antara Januari 2007 dan Desember 2011.

Kesimpulannya yaitu tidak adanya negara yang memiliki pasar modal efisien dalam bentuk yang lemah. Pada bagian waktu yang sama anomali yang tercatat untuk pasar Hungaria lebih kecil daripada untuk pasar Rumania, salah satunya penjelasan yang mungkin adalah perbedaan tingkat kematangan masing-masing pasar. EMH dalam jangka panjang. Hipotesis pasar yang efisien diuraikan oleh Fama et al. pada tahun 1969. Dalam hal ini penulis menganalisis cara harga saham bereaksi apabila terjadi peristiwa split. Kesimpulan secara umum, split event mendapatkan tingkat keuntungan yang lebih besar sebagai dividen.

Hal ini membuat investor untuk mempertimbangkan pendapatan masa depan yang lebih besar, artinya bahwa harga saham meningkat setelah ada pengumuman pada akhir bulan. Analisis ini diwujudkan pada sampel besar perusahaan. Penelitian ini dilandaskan pada sebuah pemikiran bahwa investor melakukan investasi sebagai akibat dari peningkatan return saham selama periode waktu tertentu tanpa memperhitungkan karakteristik umum dari semua saham, bahwa mereka berarti reverting. Jadi, EMH yang lemah itu tidak valid. Pada tahun 1994, Lakonishok et al. menyimpulkan bahwa perusahaan dengan nilai E/P . yang tinggi (laba/harga), CF/P (arus kas/harga) dan BE/ME (buku-ke-pasar ekuitas) cenderung memiliki sejarah yang buruk evolusi harga saham. Dharan dan Ikenberry (1995) menyimpulkan bahwa pada penurunan harga saham dalam jangka panjang setelah finalisasi IPO dipengaruhi oleh reaksi berlebihan investor pada saat pengumuman acara.

KESIMPULAN

Pembahasan yang telah dilakukan, dari penelitian-penelitian yang telah dilaksanakan tentang keberadaan pasar yang efisien, maka dapat disimpulkan EMH memiliki tingkat abstraksi yang tinggi dalam kerangka berpikirnya, dan konsep EMH tidak memberikan ruang kemungkinan bahwa ketidak-efisienan pasar dapat terjadi (Dhankar and Shankar, 2016). Dalam kerangka berpikir dari teori efisiensi pasar secara meluas dapat diterima, akan tetapi EMH dianggap gagal dalam menjelaskan berbagai fenomena yang terjadi pada pasar sekuritas di berbagai periode waktu dan tempat pengujian. Akan

tetapihal tersebut menunjukkan bahwa adanya teori ini masih diakui sampai saat ini. Fama sendiri beranggapan bahwa pengujian EMH seharusnya dilakukan dengan rentang periode waktu yang panjang (long term data), tidak memungkinkan pembuktian EMH dilakukan dengan menggunakan periode data yang singkat. Pada bagian yang berseberangan dengan konsep EMH ini, mereka menyatakan pendapat bahwa EMH tidak mampu menjelaskan anomali-anomali yang terjadi di pasar, EMH juga dianggap gagal dalam menjelaskan keberadaan abnormal returndan pergolakan pasar yang terjadi (Sharma and Kumar, 2019).

DAFTAR PUSTAKA

- Bachelier, L., 1900. Théorie de la speculation, Annales scientifiques de I.E.N.S, Vol. 3, pp.21-86;
- Ball, R., Brown, P., 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers, Journal of Accounting Research, Vol. 6, No. 2 (Autumn, 1968), pp. 159-178;
- Baker, M., Ruback, R. S., Wurgler, J., 2007. Behavioral corporate finance: A survey, Eckbo, Espen (ed.) Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. North Holland: Elsevier;
- Barna, F., Dima, B., Labunet, A., 2007. Eficien□a pie□ei financiare din România- condi□ie necesară în perspectiva aderării la Uniunea Europeană, MPRA, Paper No. 5870;
- Bernard, V. L., Thomas, J. K., 1990. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings, Journal of Accounting and Economics, Vol 13, pp. 305-340;
- Birau, F. R., 2013. Emerging capital market efficiency: a comparative analysis of weak-form efficiency in Romania and Hungary in the context of the global financial crisis, Al & Soc, Springer
- Cowles, A., 1944. Stock market forecasting, Cowles Commission Papers, New Series, No. 6.;
- Cowles, A., 1960. A revision of previous conclusions regarding stock price behavior, Econometrica, Vol. 28, Issue 4, pp. 909-915;
- Degutis, A., Novickyte, L., 2014. the Efficient Market Hypothesis: a Critical Review of Literature and Methodology. Ekonomika 93, 7–23.
- Dharan, B. G., Ikenberry, D. L., 1995. The long-run negative drift of post-listing stock returns, The Journal of Finance, Vol. 50, Issue 5, pp. 1547-1574;
- Dhankar, R.S., Shankar, D., 2016. Relevance and evolution of adaptive markets hypothesis: a review. J. Indian Bus. Res. 8, 166–179. <https://doi.org/10.1108/JIBR-12-2015-0125>
- DeLong, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., Waldmann, R. J., 1990. Noise trader risk in financial markets, Journal of Political Economy 98, 703–738;
- Fama, E. F., 1965. Random walks in stock market prices, Financial Analysts Journa;
- Fama, E. F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance , Vol. 25, No. 2;
- Fama, E. F., 1991. Efficient Capital Markets II, Journal of Finance , Vol. 46, No. 5;
- Fama, E. F. Fisher, L., Jensen, M. C.; Roll, R., 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information, International Economic Review (International Economic Review, Vol. 10, No. 1;
- Fama, E. F.; French, K. R., 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, Journal of Financial Economics 33;
- Firoj, M., Khanom, S., 2018. Efficient Market Hypothesis: Foreign Exchange Market of Bangladesh. Int. J. Econ. Financ. Issues 8, 99–103.
- Gromb D., Vayanos D., 2010. Limits of arbitrage: the state of the theory, the Paul Woolley centre working paper series No 9, Discussion Paper No 650;
- Lo, A. W., MacKinlay, A.C., 1999. A non-random walk down Wall Street, Princeton University Press;
- Lo, A. W., Mamaysky, H., Wang, J., 2000. Foundation of technical analysis: computational algorithms, statistical inference, and empirical implementation, The Journal of Finance, Vol. 55, No. 4;
- Loderer, C. and Martin, K., 1996. Post-acquisition performance of acquiring firms, Financial Management, Vol. 21, pp. 69-79;
- Louhhran, T., Ritter, J. R., 1995. The new issues puzzle, The Journal of Finance, Vol. 1, Nr. 1;
- Malkiel B., 2003. The efficient market hypothesis and its critics, Princeton University, CEPS Working Paper No. 91;

- Mitchell, M. L., 1999. Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance, CRSP WP 453, University of Chicago, Chicago,IL;
- Regnault, J., 1863, Calcul des Chances et Philosophie de la Bourse, Library of the University of Toronto;
- Sabbaghi, O., Sabbaghi, N., 2018. Market efficiency and the global financial crisis: evidence from developed markets. *Stud. Econ. Financ.* 35, 362–385.
- Sharma, A., Kumar, A., 2019. A review paper on behavioral finance: study of emerging trends. *Qual. Res. Financ. Mark.* 12, 137–157.
- Titan, A. G. (2015). Efficient Market Hypothesis: Review of Specialized Literature and Empirical Research. *Procedia Economics and Finance* , 32, 442-449.