

8 — Hipotesis Pasar Efisien

Dalam bagian yang lalu telah sedikit disinggung bahwa kata efisien dalam hipotesis pasar efisien (HPE) mengacu pada efisien secara informasi. Sehingga dalam pengertian ini pasar yang efisien adalah suatu pasar dimana harga mencerminkan semua informasi yang diketahui (*known information*). Dengan kata lain, sebuah pasar yang efisien adalah pasar dimana harga surat berharga saat ini memberikan perkiraan (estimasi) terbaik tentang nilainya yang sebenarnya. Oleh karenanya, dalam pasar yang efisien tidak ada istilah *free lunch* (makan siang gratis) atau *expensive dinner* (makan malam yang mahal). Suatu pasar dapat efisien karena peserta pasar berusaha secara terus-menerus untuk memperoleh keuntungan abnormal (*abnormal return*) atau *excess return*, yaitu keuntungan yang melebihi harapan yang semestinya (sesuai dengan ting-

kat risiko suatu aset), sehingga persaingan ini pada akhirnya mengantarkan pada sebuah situasi dimana harga surat berharga telah mencerminkan baik informasi yang berdasarkan peristiwa yang sudah terjadi maupun harapan pasar tentang harga dimasa datang.

Dalam pasar modal yang efisien semua analis menerima dan mengevaluasi informasi baru yang berkaitan dengan setiap saham pada waktu yang hampir sama. Dengan demikian maka harga saham akan menyesuaikan dengan segera sebagai reaksi adanya informasi baru tersebut. Oleh karena itu secara umum hampir tidak mungkin untuk mendapatkan saham perusahaan besar yang menawarkan keuntungan abnormal.

Ada beberapa syarat kondisi yang harus dipenuhi agar suatu pasar dikatakan efisien secara informasi (Rodoni dan Yong, 2002; Sartono, 1996) yaitu:

1. Informasi harus dapat diperoleh tanpa biaya dan tersedia bagi semua partisipan pasar modal pada saat yang sama.
2. Informasi tersebut adalah dalam bentuk acak dan tidak bergantung satu sama lain.
3. Pemodal-pemodal bertindak cepat dan tepat terhadap informasi baru.
4. Tidak ada biaya transaksi, pajak, dan biaya-biaya yang lain.
5. Harga saham harus bebas dalam bergerak turun atau naik. Tidak ada seorangpun yang dapat mempengaruhi pergerakan harga saham.
6. Tidak ada monopoli dalam pasar. Ini berarti bahwa pemodal-pemodal bebas untuk masuk atau keluar pasar.
7. Semua partisipan pasar modal bersikap rasional yaitu

selalu ingin memaksimalkan harapan utilitas (*expected utility*).

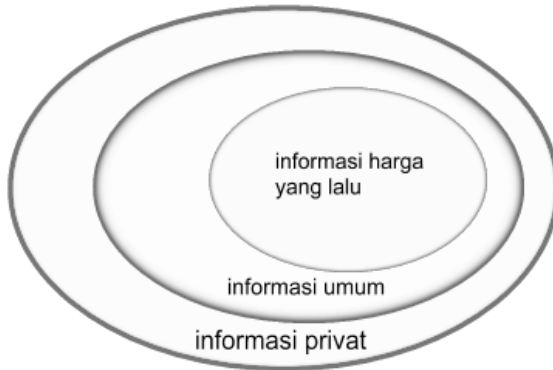
8. Ada syarat yang diberikan kepada perusahaan dimana publik bisa mengakses informasi tentang perusahaan.

Jika sekiranya syarat-syarat tersebut *tidak terpenuhi* maka pasar tersebut dianggap *tidak efisien*.

Dalam kenyataannya beberapa persyaratan di atas sulit untuk dipenuhi karena diperlukan biaya untuk memperoleh informasi, beberapa partisipan memperoleh informasi pada saat yang berbeda, terdapat pajak dan biaya transaksi atau komisi pialang dan sebagainya. Karena kondisi semacam itu maka sangatlah perlu untuk membedakan antara pasar yang secara informasional efisien sempurna (*perfectly informationally efficient*) dengan pasar yang informasional secara ekonomikal (*economically informationally efficient*) (Sartono, 1996, hlm. xxi). Dalam *pasar efisien sempurna*, dimana persyaratan tersebut dipenuhi, harga saham selalu mencerminkan informasi yang dipublikasikan (*all published information*), harga saham akan menyesuaikan dengan setiap informasi baru secara spontan dan keuntungan abnormal hanya merupakan keberuntungan saja. Sementara itu dalam *pasar efisien ekonomikal*, harga saham mungkin tidak segera menyesuaikan dengan adanya informasi baru, tetapi keuntungan abnormal juga tidak dapat diperoleh setelah informasi dan biaya transaksi dibayar.

Pada prinsipnya, titik tekan hipotesis pasar efisien bukanlah pada gagasan apakah pasar itu efisien sepenuhnya atau tidak, tetapi menitikberatkan sejauh mana tingkat keefisienan pasar. Salah satu cara untuk mengukur keefisienan pasar adalah dengan melihat jenis informasi yang diserap ke dalam harga saham yaitu informasi tentang harga saham yang lalu,

informasi umum atau yang dipublikasikan dan informasi privat atau belum dipublikasikan, dapat dilihat dalam gambar 8.1.



Gambar 8.1: Himpunan informasi untuk hipotesis pasar efisien

Oleh karena itu hipotesis pasar efisien membagi pasar modal dalam 3 tingkat keefisienan: pasar efisien bentuk lemah (*weak form efficiency*), pasar efisien bentuk setengah kuat (*semistrong form efficiency*) dan pasar efisien bentuk kuat (*strong form efficiency*).

Hipotesis pasar efisien bentuk lemah mengandaikan bahwa harga saham saat ini adalah mencerminkan perubahan harga saham pada waktu yang lalu (*past price movement*). Banyak kajian yang membuktikan kesahihan HPE bentuk lemah ini, seperti uji larian, uji simulasi, uji filter, uji distribusi normal, dan analisis spektral (Rodoni dan Yong, 2002, hlm. 66-76). Sartono (1996) menyarankan dua pengujian empiris dapat dilakukan untuk membuktikan kesahihannya yaitu pengujian

korelasi perubahan selama beberapa waktu dan pengujian tentang profitabilitas berbagai pedoman teknis perdagangan atau analisis teknikal (*technical trading rules*). Para analis teknikal percaya bahwa pola harga masa lalu dapat digunakan untuk meramalkan harga dimasa mendatang. Andaian HPE bentuk lemah menolak kepercayaan ini sebab harga sekarang sudah mencerminkan pola harga masa lalu. Ini bisa diartikan bahwa harga saham yang lalu tidak mengandung arti apa-apa. Pola harga-harga yang lalu tidak berguna untuk meramalkan pergerakan harga dimasa mendatang.

HPE menyatakan bahwa harga hanya berubah sebagai reaksi atas adanya informasi baru dan karena informasi tersebut dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap harga saham, maka perubahan harga saham harian dapat diharapkan akan mengikuti pola yang acak. Oleh karena itu banyak kajian telah dilakukan untuk menguji atau mengukur korelasi hasil keuntungan surat berharga selama beberapa periode.

Ada satu hal yang penting disini, jika harga saham mengikuti pola yang acak maka pola keuntungan/hasil pengembalian saham tidak akan konsisten. Kajian lain telah menunjukkan bahwa analisis teknikal tidak memberikan hasil pengembalian yang mencengangkan dibandingkan strategi yang sederhana. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat bukti yang kuat bahwa ada analis pasar yang berhasil secara sensasional dengan menggunakan data tren masa lalu untuk memprediksi kenaikan atau penurunan harga saham di masa datang, tetapi kesalahan yang spektakuler juga bisa terjadi dengan cara semacam ini. Dengan kata lain tidak mungkin mendapatkan keuntungan abnormal secara konsisten hanya dengan memperhatikan harga saham masa

lalu.

Hipotesis kedua adalah pasar efisien bentuk setengah kuat, dimana harga saham dalam bentuk ini mencerminkan perubahan harga saham masa lalu dan informasi lain yang telah dipublikasikan (*other publicly available information*). Jika ini terjadi maka tidak ada manfaatnya menggunakan data laporan keuangan tahunan untuk memprediksi harga saham, karena informasi ini telah tercermin dalam harga saham saat ini sebelum kita bereaksi. Dalam pasar yang efisien sempurna maka harga saham akan mencerminkan semua informasi secara instant. Sebagai contoh satu perusahaan komputer mengumumkan penemuan baru dibidang microchip yang lebih sempurna dan dapat diproduksi dengan biaya yang lebih murah dari microchip saat ini, informasi ini dengan segera mengakibatkan harga saham akan naik. Sudah banyak kajian dilakukan untuk menguji pengaruh satu informasi penting terhadap harga saham yang sering disebut dengan *event studies*.

Kajian-kajian ini telah menganalisis misalnya pengaruh pemecahan saham (*stock split*), kenaikan pembayaran dividen, kenaikan laba perusahaan, merger, investasi baru, dan emisi saham baru. Bentuk pengujian yang lain terhadap pasar efisien bentuk setengah kuat adalah menguji apakah analis dan manajer portofolio dapat memperoleh keuntungan abnormal. Dalam pasar yang efisien sempurna tak seorangpun dapat memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten (*no one will be able to consistently beat the market*). Beberapa kajian telah dilakukan untuk menguji bentuk kedua ini seperti yang dilakukan oleh Michael Jensen (Sartono, 1996, hlm. xxiii). Terdapat banyak bukti kuat yang mendukung konsep bentuk setengah kuat. Analis dan manajer portofolio memiliki

akses hanya pada informasi yang dipublikasikan. Ada yang memperoleh keuntungan abnormal dan ada pula yang tidak, sehingga secara umum para analis dan manajer portofolio tidak mampu memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten. Penelitian Ball dan Brown (Weston dan Copeland, 1995, hlm. 109-110; Rodoni dan Yong, 2002, hlm. 80) menunjukkan bahwa laporan pendapatan tahunan tidak berguna lagi untuk memperoleh keuntungan abnormal. Ini merupakan bukti bahwa HPE bentuk setengah kuat adalah sah.

Terakhir adalah hipotesis pasar efisien bentuk kuat. Dalam pasar bentuk ini harga saham mencerminkan semua informasi, baik yang dipublikasikan maupun tidak. Jika ini terjadi maka *insider trading* (para manajer, pemegang saham utama) sekalipun tidak mungkin memperoleh keuntungan abnormal dengan informasi yang dimiliki. Namun demikian boleh dikatakan tidak ada bentuk efisien sempurna karena banyak *insider trading* yang dalam kenyataannya memperoleh keuntungan abnormal dengan menggunakan informasi yang belum dipublikasikan seperti misalnya adanya penawaran *take over* dari perusahaan lain, kegagalan program *research and development* dan adanya rencana merger dengan perusahaan lain.

HPE memiliki implikasi yang sangat penting baik bagi pemodal maupun manajer. Bagi pemodal konsep ini menyarankan bahwa strategi yang optimal adalah mencakup pemilihan tingkat risiko yang tepat, penciptaan portofolio yang sesuai dengan tingkat risiko yang diinginkan dan minimisasi biaya transaksi. Sedangkan bagi manajer, konsep ini menyarankan bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh transaksi pasar keuangan, karena jika transaksi di pasar