

BENTUK PASAR EFISIEN DAN PENGUJIANNYA

Tatang Ary Gumanti

Elok Sri Utami

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi - Universitas Negeri Jember

ABSTRAK

Tulisan ini membahas dan merangkum hipotesis pasar efisien sebagaimana pertama kali dikemukakan oleh Fama (1970). Menurut konsep pasar efisien, pasar dikatakan efisien bilamana harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada. Menurut Fama (1970), ada tiga bentuk tingkat efisiensi pasar berdasarkan pada tingkat penyerapan informasinya, yaitu pasar efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk semi kuat, pasar efisien bentuk kuat. Teori efisiensi pasar telah menjadi acuan kajian yang mendapat perhatian luas selama tiga dasawarsa terakhir dan menjadi topik paling menarik dalam perkembangan teori keuangan perusahaan.

Bukti empiris yang sejauh ini telah dikemukakan cenderung mendukung hipotesis bahwa pasar modal di Amerika cenderung berbentuk efisien dalam tingkat semi-kuat. Artinya, informasi yang membentuk harga di pasar masih didominasi oleh informasi historis dan informasi publik, walaupun dalam banyak hal masih belum dapat dikatakan pasti. Sisi menarik lain yang terkait dengan hipotesis pasar efisien adalah ditemukannya anomali yang dalam banyak hal sepertinya mementahkan konsep efisiensi pasar yang berkembang selama ini. Setidaknya ada empat kelompok anomali yang dikenal sejauh ini, yaitu anomali perusahaan, anomali musiman, anomali peristiwa atau kejadian, dan anomali akuntansi.

Kata kunci: hipotesis pasar efisien, pasar efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk semi kuat, pasar efisien bentuk kuat, anomali.

ABSTRACT

This paper discusses and summarizes the efficient market hypotheses initially proposed by Fama (1970). According to the efficient market theory, the market is said to be efficient if 'security prices reflect all available information'. Fama (1970) contends that there are three types of market efficiency, namely weak form market efficiency, semi-strong form market efficiency, and strong form market efficiency. Over the last three decades, the efficient market theory has become the center of research

interest and has attracted attention, which has contributed to the development of corporate finance theory.

Empirical evidence however appears to support that the American stock market is classified to be the semi-strong form. This means that the information that forms the price in the market has been dominated by historical and public information, although the clear cut is still unwarranted. Other interesting aspect of the efficient market hypothesis is the strong evident of anomaly in the market, which appear to confront the efficient market hypothesis. There are at least four types of market anomalies that have been identified, namely firm anomalies, seasonal anomalies, event anomalies, and accounting anomalies.

Keywords: efficient market hypothesis, weak form market efficiency, semi-strong form market efficiency, strong form market efficiency, anomaly.

1. PENDAHULUAN

Salah satu terobosan penting dalam perkembangan teori keuangan perusahaan adalah dikedepankannya hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis*) oleh Fama di tahun 1970. Sejak dikemukakan tahun 1970, teori pasar efisien seakan-akan menjadi magnet bagi peneliti keuangan untuk terus diuji keabsahannya. Miller (1999), sebagai salah satu penerima hadiah Nobel bidang Ekonomi dalam artikelnya tentang sejarah keuangan, berpendapat bahwa Fama juga pantas untuk mendapatkan hadiah Nobel atas teori yang disampaikannya tersebut. Miller (1999) dan beberapa ahli keuangan perusahaan dengan tegas mengatakan bahwa salah satu temuan penting dalam sejarah perkembangan teori keuangan adalah teori pasar efisien dan dari sekian banyak teori keuangan, teori pasar efisien adalah yang paling banyak mendapat perhatian dan diuji secara empiris di hampir semua pasar modal di dunia.

Dalam satu artikelnya yang berjudul "*The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*", Smith (1990) menyatakan bahwa teori pasar efisien merupakan tonggak penting dalam perkembangan teori keuangan dan menyebutnya sebagai salah satu kerangka bangun dasar (*fundamental building block*) keuangan. Hal senada juga disampaikan oleh Megginson (1997) serta Shanken dan Smith (1996). Jadi, teori pasar efisien merupakan bagian penting dalam kita membahas teori keuangan perusahaan.

Menyikapi beberapa pendapat tersebut di atas, tidak berlebihan kiranya untuk mencoba mengulas lagi tentang teori pasar efisien. Tulisan ini dimaksudkan untuk mengungkap teori pasar efisien dengan memberikan tekanan pada bukti empiris yang pernah ditemukan berkaitan dengan pengujian teori tersebut. Penyajian tulisan ini diharapkan menyegarkan kembali ingatan kita tentang pentingnya memahami konsep pasar efisien yang sampai saat ini masih menjadi topik menarik dalam manajemen keuangan.

2. PEMBAHASAN

2.1 Konsep Dasar Pasar Efisien

Konsep pasar efisien pertama kali dikemukakan dan dipopulerkan oleh Fama (1970). Dalam konteks ini yang dimaksud dengan pasar adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau "*stock prices reflect all available information*". Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut.

Dalam mempelajari konsep pasar efisien, perhatian kita akan diarahkan pada sejauh mana dan seberapa cepat informasi tersebut dapat mempengaruhi pasar yang tercermin dalam perubahan harga sekuritas. Dalam hal ini Haugen (2001) membagi kelompok informasi menjadi tiga, yaitu (1) informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*), (2) semua informasi publik (*all public information*), dan (3) semua informasi yang ada termasuk informasi orang dalam (*all available information including inside or private information*). Masing-masing kelompok informasi tersebut mencerminkan sejauh mana tingkat efisiensi suatu pasar.

Jones (1998) menyebutkan bahwa harga sekarang suatu saham (sekuritas) mencerminkan dua jenis informasi, yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan. Informasi yang sudah diketahui meliputi dua macam, yaitu informasi masa lalu (misalnya laba tahun atau kuartal yang lalu) dan informasi saat ini (*current information*) selain juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi (misalnya rencana pemisahan saham). Contoh untuk informasi yang masih membutuhkan dugaan adalah jika banyak investor percaya bahwa suku bunga akan segera turun, harga-harga akan mencerminkan kepercayaan ini sebelum penurunan sebenarnya terjadi.

2.2 Mengapa Pasar Dapat Diharapkan Efisien

Membahas pasar efisien, pasti menimbulkan pertanyaan mengapa harus ada konsep pasar efisien dan mungkinkah pasar efisien ada dalam kehidupan nyata. Untuk menjawab pertanyaan tersebut, kondisi-kondisi berikut idealnya harus terpenuhi:

1. Banyak terdapat investor rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham. Investor-investor ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak akan dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
2. Tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama (tidak jauh berbeda).
3. Informasi diperoleh dalam bentuk acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain.
4. Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Kondisi-kondisi di atas mungkin terkesan kaku atau akan sulit untuk dapat dipenuhi dalam kehidupan sehari-hari. Harus diakui bahwa akan sulit sekali untuk mewujudkan kondisi sebagaimana di atas. Walaupun demikian, perlu dipertimbangkan seberapa dekat kondisi-kondisi tersebut dengan kenyataan yang ada di pasar satu per satu.

Investor pasti senantiasa memperhatikan pergerakan harga di pasar. Artinya, baik investor individual maupun institusi mengikuti pergerakan pasar tiap saat secara seksama, dan selalu siap untuk melakukan transaksi beli atau jual manakala menurut perhitungan akan didapat hasil yang menguntungkan. Dengan kata lain, investor yang secara cepat dapat mengetahui potensi adanya nilai tambah akan dapat memperoleh keuntungan dengan menggunakan pilihan strategi yang tepat.

Walaupun untuk mendapatkan informasi diperlukan pengorbanan (tidak gratis), untuk institusi di dunia bisnis, pencarian berbagai jenis informasi sudah merupakan sesuatu yang biasa dan urusan biaya adalah sesuatu yang wajar dan banyak pelaku lain yang memperolehnya secara gratis (walaupun mungkin investor dikenai biaya broker atau jasa lainnya). Informasi yang ada dapat dengan mudah diperoleh dan hampir setiap saat sama seperti halnya informasi yang disampaikan lewat radio, televisi, atau alat komunikasi khusus yang tersedia bagi investor yang rela untuk membayar untuk mendapatkannya. Fleksibilitas dan bervariasinya sumber dan jenis informasi memungkinkan investor untuk mendapatkan informasi secara gratis.

Informasi diperoleh dalam bentuk acak dan bebas yang setiap saat dapat muncul. Artinya, hampir semua investor tidak dapat memprediksi kapan perusahaan akan mengumumkan perkembangan baru yang penting, kapan perang akan terjadi, kapan pemogokan tenaga kerja akan terjadi, kapan nilai tukar mata uang akan turun atau naik, atau kapan pemimpin negara akan mengalami serangan jantung dan mati mendadak. Walaupun ada ketergantungan terhadap beberapa informasi sepanjang waktu, tetap saja bahwa pengumuman suatu peristiwa, misalnya adanya *corporate actions*, adalah independen dan dapat muncul setiap saat, dengan kata lain acak.

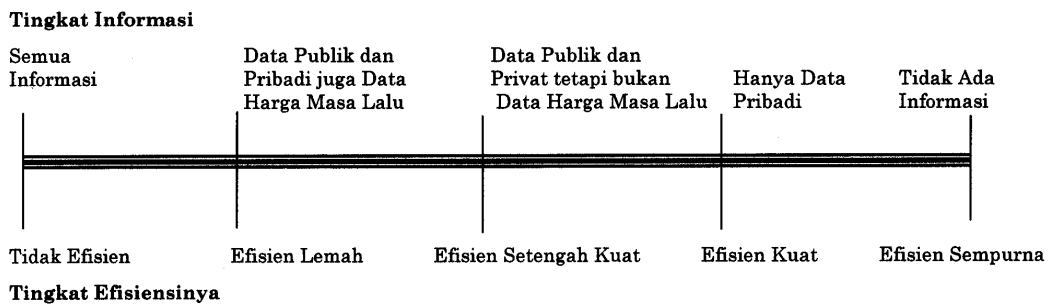
Bila kondisi keempat terpenuhi, jelas bahwa hasil yang dapat diduga adalah investor akan dengan segera melakukan penyesuaian setiap saat ada informasi baru masuk ke pasar. Lagipula, perubahan harga adalah independen dan tidak terpengaruh oleh harga yang lain dan harga bergerak dalam bentuk acak (*random walk*). Artinya, harga hari ini tidak terpengaruh oleh harga kemarin, karena harga yang terbentuk hari ini terjadi berdasarkan pada informasi baru yang masuk ke dan diterima di pasar. Dari paparan di atas, menunjukkan bahwa jika ke empat kondisi ideal yang disyaratkan terpenuhi, maka terwujudlah suatu pasar efisien.

2.3 Bentuk Pasar Efisien

Menurut Fama (1970) bentuk efisien pasar dapat dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Ketiga bentuk efisien pasar dimaksud adalah (1) hipotesis pasar efisien bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), (2) hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi-strong form of the efficient market hypothesis*), dan hipotesis pasar efisien bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*). Masing-masing bentuk pasar efisien tersebut terkait erat dengan sajumlah mana penyerapan informasi terjadi di pasar. Dalam

hal ini Levy (1996) menggambarkan dengan cukup jelas tentang bagaimana keterkaitan antara informasi dan pasar efisien.

Gambar 1.
**Sumber Data dalam Kaitannya dengan Pandangan Seseorang tentang Efisien
Tidaknya Sebuah Pasar Modal**



(Sumber: Levy 1996: 419)

Sebagaimana dapat dilihat pada Gambar 1, berdasarkan pada tingkatannya, informasi dapat dibedakan menjadi lima kelompok. Sedangkan berdasarkan pada tingkat efisiensinya, pasar dapat dikelompokkan menjadi lima kelompok, dimana kelompok pasar dengan efisiensi terendah disebut pasar tidak efisien, sedangkan yang tertinggi tingkatannya adalah pasar efisien sempurna. Bila dikaitkan hubungan antara tingkat informasi dan tingkat efisiensi pasar, nampak jelas bahwa kelima kelompok pada masing-masing bagian saling berkorespondensi. Misalnya, pasar dikatakan tidak efisien bilamana semua informasi yang ada dan tersedia dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return* di pasar. Dikatakan pasar efisien sempurna bilamana tidak sebuah informasi pun yang dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return* di pasar.

Berbeda dengan Fama (1970) yang membagi jenis pasar efisien menjadi tiga berdasarkan pada kekuatan data yang ada, West (1975) membagi pasar efisien menjadi dua macam, yaitu pasar efisien secara operasional atau internal (*operationally or internally efficient market*) dan pasar efisien secara eksternal atau harga (*price or externally efficient market*). Dikatakan pasar efisien secara operasional bilamana investor dikenai jasa transaksi semurah mungkin berkaitan dengan biaya-biaya atas terjadinya suatu transaksi. Contoh biaya-biaya transaksi di pasar modal (uang) adalah biaya komisi broker (*brokerage commission*), biaya eksekusi (*execution fees*), biaya-biaya lain, dan biaya peluang (*opportunity loss*) (Fabozzi dan Modigliani 1996: 155). Adapun yang dimaksud dengan pasar efisien secara eksternal atau harga adalah suatu kondisi bilamana harga setiap saat benar-benar mencerminkan informasi yang tersedia (*available information*). Informasi yang tersedia tersebut merupakan informasi yang relevan untuk dipergunakan dalam penilaian sekuritas. Informasi relevan dalam hal ini adalah informasi yang dengan segera tercermin pada harga sekuritas.

Definisi pasar efisien juga dapat ditinjau berdasarkan pada distribusi informasi. Beaver (1986:130) mencoba untuk melihat pasar efisien dari sudut pandang distribusi informasi dengan mengatakan bahwa "a security market is said to be efficient with

respect to an information system if and only if the prices act as if everyone observes the signals from that information system". Menurut definisi ini, harga merupakan cermin dari adanya pemahaman menyeluruh (universal) atas suatu informasi, sehingga jika harga memiliki kandungan informasi, maka dikatakan bahwa harga yang terbentuk 'sepenuhnya mencerminkan' sistem informasi.

Terkait dengan definisi menurut Beaver (1986), pertanyaannya yang perlu dijawab sekarang adalah informasi apa yang dikatakan sebagai 'mencerminkan sepenuhnya' tadi. Tidak dapat disangkal bahwa informasi yang diyakini dapat mencerminkan harga akan menjadi sorotan banyak pihak yang berkepentingan di pasar modal. Pihak-pihak dimaksud antara lain adalah pembuat kebijakan (pemerintah, badan pengawas pasar modal atau asosiasi penentu kebijakan akuntansi), manajemen perusahaan sebagai pembuat laporan keuangan, akuntan (auditor) sebagai pihak yang memberikan sertifikasi, dan perantara informasi, seperti pelanggan dan pesaing, serta investor.

Walaupun ada tiga definisi pasar efisien yang kita kenal, pembahasan dalam tulisan ini ditekankan pada definisi pasar efisien menurut Fama (1970), karena definisi pasar efisien tersebut yang paling mendapat perhatian dan paling sering diuji. Selain itu, secara teoritis, operasional, dan empiris pengujian tiap bentuk pasar efisien memang berdasarkan pada teori pasar efisien yang dikemukakan oleh Fama (1970).

2.3.1 Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Dalam hipotesis ini harga saham diasumsikan mencerminkan semua informasi yang terkandung dalam sejarah masa lalu tentang harga sekuritas yang bersangkutan. Artinya, harga yang terbentuk atas suatu saham, misalnya, merupakan cermin dari pergerakan harga saham yang bersangkutan di masa lalu. Misalkan, ada bentuk musiman atas kinerja harga suatu saham yang menunjukkan bahwa harga saham akan naik menjelang tutup tahun (akhir tahun) dan kemudian turun pada awal tahun. Berdasarkan pada hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pasar akan segera mengetahui dan merevisi kebijakan harganya dengan melakukan perubahan terhadap strategi perdagangannya. Mengantisipasi kemungkinan penurunan harga pada awal tahun, pedagang akan menjual saham yang dimilikinya sesegera mungkin untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari "jatuhnya" harga saham perusahaan yang diamati. Upaya yang dilakukan pedagang tersebut akan menyebabkan harga saham perusahaan secara keseluruhan akan turun. Investor yang cerdas tentu akan menjual saham yang dimilikinya pada akhir tahun untuk menghindari kerugian sebagai akibat dari menurunnya harga saham di awal tahun. Singkatnya, upaya pedagang untuk sesegera mungkin menjual saham tersebut akan secara umum menyebabkan terjadinya penurunan harga pada awal tahun. Bentuk yang sama juga terjadi bilamana sebuah saham memiliki karakter harga yang secara historis turun di akhir tahun dan naik di awal-awal perdagangan setiap tahun. Apabila kondisi pasar memang demikian, artinya bahwa harga yang terbentuk mencerminkan perilaku harga secara historis, bentuk pasar efisien lemah dapat dikatakan terpenuhi.

Jika hipotesis pasar bentuk lemah terpenuhi, dan akibatnya harga adalah bebas (independen) dari bentuk harga saham historis, maka dapat dikatakan bahwa perubahan-perubahan harga akan mengikuti kaedah jalan acak (*random walk*) manakala pengujian hanya dilakukan terhadap perubahan harga secara historis. Jalan acak adalah konsep statistik yang memprediksi bahwa keluaran (output) berikutnya

(akan datang) dalam suatu urutan tidak tergantung pada keluaran (output) sebelumnya. Contoh sederhana dari penerapan kaedah jalan acak adalah pelemparan uang receh, yang misalnya, satu sisi bergambar kepala dan sisi lainnya bergambar pohon. Walaupun dalam tiga lemparan pertama yang keluar adalah gambar kepala, tidak berarti bahwa lemparan yang berikutnya akan keluar lagi gambar kepala. Hasil untuk lemparan berikutnya sama sekali tidak tergantung pada lemparan pertama atau kedua.

Karena sekuritas berisiko menawarkan *return* positif, kita dapat mengharapkan bahwa harga saham akan senantiasa naik atau mengalami apresiasi sepanjang waktu. Tetapi tren atau kecenderungan kenaikan tersebut tidak selamanya akan begitu, karena perubahan harga mengikuti kaedah jalan acak. Seandainya saat ini sekuritas yang dimiliki harganya adalah Rp 1000,- maka setiap periode harganya akan naik sebesar 12% dengan kemungkinan 75% atau turun 10% dengan kemungkinan 25%. Dalam hal ini jelas bahwa tiga per-empat dari keluaran akan menghasilkan *return* 12% sedangkan seperempatnya akan menghasilkan *return* -10%. Selanjutnya dapat dihitung *return* yang diharapkan (*expected return*) adalah $E(R) = 0,75 (12\%) + 0,25 (-10\%) = 6,5\%$.

Walaupun tingkat pengembalian yang diharapkan di sini adalah 6,5%, nilai yang sebenarnya tetap saja merupakan nilai yang acak (tidak dapat diketahui dengan pasti). Sehingga, dalam hal ini kita dapat mengatakan bahwa harga sekuritas mengikuti kaedah jalan acak. Strategi perdagangan yang menggunakan data pasar historis (umumnya harga saham) dikenal dengan sebutan analisis teknikal (*Technical Analysis*).

2.3.2 Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Semi-Kuat (*Semi-Strong Form*)

Menurut hipotesis pasar efisien bentuk semi-kuat, dalam artikel yang lain Fama (1991) menyebutnya sebagai studi peristiwa (*event studies*), harga mencerminkan semua informasi publik yang relevan. Di samping merupakan cerminan harga saham historis, harga yang tercipta juga terjadi karena informasi yang ada di pasar, termasuk di dalamnya adalah laporan keuangan dan informasi tambahan (pelengkap) sebagaimana diwajibkan oleh peraturan akuntansi. Informasi yang tersedia di publik juga dapat berupa peraturan keuangan lain seperti pajak bangunan (*property*) atau suku bunga dan/atau beta saham termasuk *rating* perusahaan.

Menurut konsep semi-kuat, investor tidak akan mampu untuk memperoleh *abnormal returns* dengan menggunakan strategi yang dibangun berdasarkan informasi yang tersedia di publik. Dengan kata lain, analisis terhadap laporan keuangan tidak memberikan manfaat apa-apa. Ide dari pandangan ini adalah bahwa sekali informasi tersebut menjadi informasi publik (umum), artinya tersebar di pasar, maka semua investor akan bereaksi dengan cepat dan mendorong harga naik untuk mencerminkan semua informasi publik yang ada. Jadi, informasi yang baru saja didapat dari membaca koran Bisnis Indonesia atau Kompas, misalnya mengenai penemuan obat baru atau ancaman akan munculnya perang di Kawasan Asia Timur atau Timur Tengah, dengan segera sudah tercermin pada harga sekuritas. Investor sudah tidak mungkin mendapatkan *abnormal return* ketika melakukan transaksi di pasar modal berdasarkan informasi publik tersebut. Harga pada tingkat beli atau jual saham sudah

lebih dahulu mencerminkan informasi tersebut karena pasar akan dengan segera bereaksi.

Berlawanan dengan pendukung hipotesis pasar efisien bentuk lemah, pada pasar efisien bentuk semi-kuat ada banyak investor yang berfikir bahwa mereka dapat memperoleh keuntungan dengan melakukan pengamatan secara seksama terhadap informasi publik yang tersedia di pasar, khususnya informasi akuntansi. Investor yang melakukan analisis dengan menggunakan data atau informasi akuntansi (dari laporan keuangan) dan dari sumber lain untuk mengidentifikasi saham yang salah harga (*mispriced*) disebut investor tersebut melakukan analisis fundamental (*Fundamental Analysis*).

2.3.3 Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar efisien bentuk kuat menyatakan bahwa harga yang terjadi mencerminkan semua informasi yang ada, baik informasi publik (*public information*) maupun informasi pribadi (*private information*). Jadi, dalam hal ini, bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan dan juga informasi yang ada di publik yang relevan, disamping juga informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja, misalnya manajemen perusahaan, dewan direksi, dan kreditor.

Misalnya, salah satu anggota direktur perusahaan telekomunikasi PT. Telkom Indonesia Tbk. mengetahui sebuah rencana akuisisi atau pengambil-alihan terhadap PT. Indosat Tbk. Informasi tersebut dimanfaatkan oleh Direktur dengan menyuruh istri atau anaknya atau teman dekatnya untuk membeli saham PT. Telkom Indonesia Tbk., sebelum informasi atau rencana akuisisi tersebut diberitakan atau menjadi milik umum. Hal ini dapat dikatakan sebagai suatu perdagangan dengan orang dalam (*insider trading*), adanya penggunaan kelebihan informasi untuk membeli saham atau melakukan suatu perdagangan. Bila bentuk pasar efisien kuat memang ada, maka dipercaya bahwa keluarga dekat Direktur tersebut tidak akan memperoleh *abnormal returns*. Sebaliknya, bilamana keluarga Direktur tersebut mendapatkan *abnormal return*, maka dikatakan bahwa pasar belum berbentuk efisiensi kuat (*strong form*). Perlu dicatat di sini bahwa perdagangan dengan menggunakan informasi orang dalam atau tepatnya perdagangan oleh orang dalam (*insider trading*) tidak dibenarkan dan dilarang.

Bentuk pasar efisien kuat merupakan bentuk pasar efisien paling ketat. Hal ini terkait dengan pengertiannya bahwa harga pasar mencerminkan semua informasi, baik publik maupun nonpublik. Dalam kaitannya dengan hal tersebut, maka dalam konteks pasar efisien bentuk kuat tidak ada seorangpun baik individu maupun institusi dapat memperoleh *abnormal return*, untuk suatu periode tertentu, dengan menggunakan informasi yang tersedia di publik dalam konteks kelebihan informasi, termasuk di dalamnya informasi yang hanya dapat diakses oleh orang-orang tertentu.

Beberapa bukti empiris mendukung adanya pasar efisien, khususnya di Amerika Serikat, tetapi bukti-bukti yang tidak mendukung juga banyak. Sehingga, efisien tidaknya pasar modal, atau tepatnya masuk dalam kelompok bentuk efisien mana sebuah pasar modal, tergantung dari ada tidaknya bukti tentang *abnormal return* yang dapat diperoleh oleh investor.

Dalam perkembangannya, para peneliti sepertinya sepakat untuk menyebut bahwa pengujian terhadap bentuk kuat hipotesis pasar efisien sering dikaitkan dengan

keberhasilan dalam penggunaan akses monopolistik terhadap informasi oleh pelaku pasar tertentu. Tentu saja efisiensi bentuk kuat mengungguli baik pasar efisien bentuk lemah maupun bentuk semi-kuat dan merupakan bentuk efisiensi paling tinggi dan secara empiris paling sulit untuk diuji.

2.4 Pengujian Efisien Pasar

Menurut Dyckman dan Morse (1986) pengujian pasar efisien dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengujian berbasis informasi non-akuntansi dan pengujian berbasis informasi akuntansi. Pengujian berbasis informasi non-akuntansi didasarkan pada ketiga bentuk pasar efisien menurut Fama (1970) dan beberapa variasi yang masih berkaitan dengan aspek non-akuntansi. Sedangkan pengujian berbasis informasi akuntansi tidak mengikuti bentuk pasar efisien yang ada.

Ringkasan dari pengujian pasar efisien yang pernah ada atas informasi non-akuntansi dan informasi akuntansi ditunjukkan dalam Tabel 1 berikut. Sebagaimana dapat dilihat dalam Tabel 1, penelitian yang mencoba untuk menguji keberadaan pasar efisien sudah banyak dilakukan dengan berbagai macam pendekatan. Namun demikian, beberapa hal penting perlu mendapat perhatian.

Morse dan Dale sepertinya sepakat bahwa pasar modal di Amerika Serikat, setidaknya sampai dengan periode tahun 1980-an, masih tergolong ke dalam pasar efisien bentuk lemah. Salah satu bukti yang mendukung hipotesis tersebut adalah dari beberapa penelitian yang mencoba untuk menggunakan berbagai macam strategi perdagangan, misalnya dengan pendekatan hubungan *return* serial, *filter rules* atau putaran *return* (*cycle returns*), tidak ada yang mampu menghasilkan *abnormal return*.

Pada pengujian bentuk efisiensi semi-kuat, ada kecenderungan bahwa hasil yang diperoleh kurang meyakinkan dan kadang-kadang tidak jelas. Misalnya, nampaknya *abnormal return* jangka panjang dapat diperoleh setelah informasi tentang suatu peristiwa menjadi tersedia di pasar dan *abnormal return* juga terkait dengan sifat pasar dan sifat atau karakteristik khusus perusahaan. Namun demikian, Morse dan Dale (1986) menyatakan bahwa apakah *abnormal return* yang diperoleh merupakan fungsi dari kesalahan dalam model harga atau oleh sebab lain masih belum jelas.

Terkait dengan hasil pengujian pasar bentuk kuat, ada keyakinan bahwa peran dari informasi privat dalam menyumbang pasar efisien semakin tidak jelas. Dalam hal ini ada tanda-tanda bahwa 'orang dalam' (*insiders*) memiliki informasi yang tidak sepenuhnya tercermin dalam pergerakan harga sekuritas. Harga yang terbentuk di pasar sepertinya konsisten dengan anggapan bahwa penggunaan informasi dari orang dalam jauh sebelum adanya pengumuman resmi. Artinya, investor melakukan aksi jual-beli sekuritas sebelum informasi yang terkait dengan sekuritas tersebut dipublikasikan (diumumkan).

Tabel 1.
Ringkasan Pengujian Pasar Efisien Berdasarkan pada Jenis Informasi

No	Jenis Informasi	Dasar Pengujian
1	Informasi Non-Akuntansi	<p>A. Efficiency Based Market Tests</p> <p>1. Weak Form-Efficiency</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Serial Correlation Tests 2. Filter Rule Tests 3. Cyclical Tests <p>2. Semi-Strong Form Efficiency</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Stock Splits 2. Block Trades 3. Dividend Announcement 4. Macroeconomic Factors 5. Exchange Market Information and Characteristics 6. Firm Size and Year-End Tax Effects 7. Second-Hand Information <p>3. Strong Form Efficiency</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Tests of Mutual Fund Performance 2. Trading By Insiders 3. Using Price Changes and Trading Volume to Make Inferences About the Use of Private Information <p>B. Tests of Price Variances and Overreaction to Information</p> <p>C. Arbitrage Opportunities</p> <p>D. Takeovers and Mergers</p> <p>E. Using Experimental Market to test for Market Efficiency</p>
2	Informasi Akuntansi	<p>A. Test of Returns Following Accounting Announcements</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Use of the Earnings Number 2. Use of Other Information in the Accounting Report <p>B. Trading Strategies based on P/E Ratios</p> <p>C. Changes in Accounting Policies</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Mandatory Accounting Changes for Increased Disclosure 2. Mandatory Changes Constraining Accounting Principle Choice 3. Discretionary Accounting Changes

(Sumber: Morse dan Dale 1986: 27-67).

Beberapa hasil penelitian terdahulu yang mencoba menguji efisiensi, baik itu bentuk lemah, semi-kuat, maupun kuat, menunjukkan tidak adanya konsistensi. Levy (1996) menyajikan ringkasan penelitian terdahulu terhadap hipotesis pasar efisien. Tabel 2 menyajikan beberapa pengujian pasar efisien yang dirangkum oleh Levy (1996). Pada Tabel 2 nampak jelas adanya penelitian yang menemukan bukti dan tidak menemukan bukti adanya pasar efisien bervariasi.

Tabel 2.
Rangkuman Hasil Penelitian Empiris Pengujian Pasar efisien

Peneliti	Tahun	Sekuritas	Hasil	Komentar
Panel A: Pengujian Efisiensi Bentuk Lemah				
Fama dan Blume	1966	Saham US	Ada	Menguji strategi perdagangan teknikal dan menemukan tidak ada <i>abnormal profit</i>
Solnik	1973	Saham di 9 negara	Ada	Menggunakan korelasi serial dan menemukan tidak ada strategi investasi yang menguntungkan.
Merton	1980	Saham US	Tidak	Perubahan dalam varian kadang-kadang dapat diprediksi dengan data masa lalu.
French	1980	Saham US	Tidak	Menemukan efek akhir pekan (<i>week-end effect</i>)
Keim	1983	Saham US	Tidak	Menemukan efek Januari (<i>January effect</i>).
Gultekin dan Gultekin	1983	Pasar Internasional	Tidak	Menemukan bentuk musiman (<i>seasonal patterns</i>).
Jaffe dan Westerfield	1980	Pasar Internasional	Tidak	Menemukan bentuk musiman (<i>seasonal patterns</i>).
Lehmann	1990	Saham US	tidak	Menemukan adanya efek balikan (<i>refersal effect</i>).
Panel A: Pengujian Efisiensi Bentuk Semi Kuat				
Roll	1984	Orange juice future	Tidak /Ada	Tidak efisien karena batasan pertukaran (<i>exchange limits</i>), bila tidak ada batasan pasarnya efisien.
Dodd	1981	Saham USA	Ada	Tidak ada <i>abnormal profit</i> setelah adanya pengumuman penggabungan (merger)
Seyhun	1986	Saham USA	Ada	Orang dalam tidak dapat memperoleh laba dari informasi publik tentang perdagangan orang dalam.
Fama dan French	1992	Saham USA	Tidak	Investor memperoleh keuntungan dari informasi tentang ukuran perusahaan dan rasio buku terhadap pasar (<i>book-to-market ratio</i>).
Panel A: Pengujian Efisiensi Bentuk Kuat				
Jaffe	1974	Insiders	Tidak	<i>Insiders</i> dapat memperoleh keuntungan
Henriksson	1984	Mutual funds	Ada	Sebelum dikurangi biaya fee, tetapi setelah biaya-biaya yang lain, mutual funds memperoleh keuntungan sekitar rata-rata.
Seyhun	1986	Insiders	Tidak	<i>Insiders</i> dapat memperoleh keuntungan
Ippolito	1989	Mutual funds	Tidak	Sebelum dikurangi biaya fee, tetapi setelah biaya-biaya yang lain, <i>mutual funds</i> memperoleh keuntungan sedikit di atas rata-rata.

Liu, Smith, dan Syed	1990	Saham US	Tidak	Harga berubah dengan penerbitan (pengungkapan berita) pada kolom "Heard on the Street" pada <i>Wall Street Journal</i> .
----------------------	------	----------	-------	--

(Sumber: Levy 1996: 426-433)

Keterangan:

Kesimpulan penelitian "Tidak" berarti bahwa pengujian yang dilakukan tidak menemukan adanya *abnormal return*, sedangkan kesimpulan "Ada" berarti pengujian yang dilakukan menemukan adanya *abnormal return*. Hasil pengujian yang disajikan dalam Tabel 2 di atas merupakan sebagian dari yang dilaporkan oleh Levy (1996). Hasil selengkapnya termasuk referensinya dapat dilihat dalam Levy (1996) Chapter 12.

Jika bentuk kuat teori pasar efisien memang benar-benar ada, orang dalam (*insiders*) seharusnya tidak mampu untuk memperoleh *abnormal returns* dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Bukti yang ditunjukkan dalam Tabel 2 tersebut sangat jelas dan meyakinkan, bahwa *insiders* (tetapi bukan manajer reksa dana atau *mutual funds*) dapat memperoleh *abnormal profits*, sehingga kita dapat menyimpulkan bahwa bentuk kuat teori pasar efisien tidak terdukung. Tetapi perlu diingat kembali bahwa adalah tidak diperkenankan atau melanggar hukum untuk melakukan transaksi atau perdagangan dengan menggunakan informasi orang dalam. Walaupun demikian, jelas kiranya di sini bahwa dalam kasus-kasus tertentu dimana peneliti mampu untuk mendapatkan informasi tentang keterlibatan orang dalam (*insiders*) atau setidaknya-tidaknya informasi dari orang dalam dapat diperoleh, maka seseorang masih memiliki kesempatan untuk memperoleh *abnormal returns*.

2.5 Anomali Pasar (*Market Anomalies*)

Dalam membahas pengujian pasar efisien, maka harus juga membahas tentang adanya ketidak-teraturan (anomali) yang ada yang terkait dengan hipotesis pasar efisien. Anomali di sini adalah salah satu bentuk dari fenomena yang ada di pasar. Pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada bilamana dianggap bahwa pasar efisien benar-benar ada. Artinya, suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan untuk memperoleh *abnormal return*. Dengan kata lain seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu. Anomali yang ada, tidak hanya ditemukan pada satu jenis bentuk pasar efisien saja, tetapi ditemukan pada bentuk pasar efisien yang lain. Artinya, bukti empiris adanya anomali di pasar modal muncul pada semua bentuk pasar efisien, walaupun kebanyakan ditemukan pada bentuk efisien semi-kuat (*semi strong*). Pengujian berbasis ada tidaknya anomali menggunakan model pendekatan uji ke belakang (*back tested method*). Pada model pendekatan ini peneliti melakukan pengujian untuk menjawab pertanyaan bagaimana harga historis (*hystorical price data*) bergerak (berubah) sebagai konsekuensi dari adanya kejadian atau pengamatan. Untuk kuatnya suatu pernyataan atau bukti akan adanya anomali pasar, perlu adanya dukungan yang tidak sedikit. Artinya, beberapa penelitian harus memiliki kesimpulan yang tidak jauh berbeda satu sama lain.

Dalam teori keuangan, dikenal sedikitnya empat macam anomali pasar. Keempat anomali tersebut adalah anomali perusahaan (*firm anomalies*), anomali musiman (*seasonal anomalies*), anomali peristiwa atau kejadian (*event anomalies*), dan anomali

akuntansi (*accounting anomalies*). Tabel 3 menyajikan rangkuman lengkap tentang berbagai macam anomali yang telah ditemukan di pasar sekuritas (saham).

Tabel 3.
Ringkasan Anomali Pasar

No	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
1	Anomali Peristiwa	1. <i>Analysts' Recomendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasi untuk membeli suatu saham, semakin tinggi peluang harga akan turun.
		2. <i>Insider Trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh <i>insiders</i> , semakin tinggi kemungkinan harga akan naik.
		3. <i>Listings</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di Bursa.
		4. <i>Value Line Rating Changes</i>	Harga sekuritas akan terus naik setelah <i>Value Line</i> menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi.
2	Anomali Musiman	1. <i>January</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan Januari, khususnya di hari-hari pertama.
		2. <i>Week-end</i>	Harga sekuritas cenderung naik hari Jum'at dan turun hari Senin.
		3. <i>Time of Day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan.
		4. <i>End of Month</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari-hari akhir tiap bulan.
		5. <i>Seasonal</i>	Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naik selama musim ramai.
		6. <i>Holidays</i>	Ditemukan <i>return</i> positif pada hari terakhir sebelum liburan.
3	Anomali Perusahaan	1. <i>Size</i>	<i>Return</i> pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko.
		2. <i>Closed-end Mutual funds</i>	<i>Return</i> pada <i>close-end funds</i> yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi.

		3. <i>Neglect</i>	Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan <i>return</i> lebih tinggi.
		4. <i>Institutional Holdings</i>	Perusahaan yang dimiliki oleh sedikit institusi cenderung memiliki <i>return</i> lebih tinggi.
4	Anomali Akuntansi	1. <i>P/E</i>	Saham dengan <i>P/E ratio</i> rendah cenderung memiliki <i>return</i> yang lebih tinggi.
		2. <i>Earnings Surprise</i>	Saham dengan capaian <i>earnings</i> lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga.
		3. <i>Price/Sales</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		4. <i>Price/Book</i>	Jika rasionya rendah cenderung berkinerja lebih baik.
		5. <i>Dividend Yield</i>	Jika <i>yield</i> -nya tinggi cenderung berkinerja lebih baik.
		6. <i>Earnings Momentum</i>	Saham perusahaan yang tingkat pertumbuhan <i>earnings</i> -nya meningkat cenderung berkinerja lebih baik.

(Sumber: Levy 1996: 436).

3. KESIMPULAN

Dari pembahasan di atas dapat disimpulkan dua hal penting. Pertama, pertanyaan yang muncul berkenaan dengan teori pasar efisien adalah apakah pasar benar-benar telah efisien. Jawaban atas pertanyaan tersebut bisa bermacam-macam dan mungkin belum ada kesimpulan yang pasti. Sejauh ini keberadaan pasar efisien di pasar modal masih menjadi perdebatan. Beberapa pendapat yang dapat diperhatikan adalah (Levy 1996: 438):

1. Secara umum bukti empiris yang memberikan dukungan terhadap hipotesis pasar efisien cukup kuat. Dukungan ini disampaikan oleh Malkiel (1989).
2. Studi peristiwa (*event studies*) adalah bukti yang paling baik yang dimiliki dalam hal efisiensi, dengan beberapa pengecualian, bukti yang ada cukup mendukung. Dukungan ini disampaikan oleh Fama (1991).
3. Pasar efisien memang ada, karena para praktisi tidak memperhitungkan alasan-alasan mendasar sebagai patokan untuk mengambil keputusan beli-jual sekuritas. Dukungan ini disampaikan oleh Le Baron (1983).

Kedua, adanya anomali di pasar yang dalam banyak hal membuktikan penentangan atas hipotesis pasar efisiensi kemungkinan merupakan bukti dan sekaligus tantangan bahwa hipotesis pasar efisien harus terus diuji. Ditemukannya anomali di pasar tidak serta merta menggugurkan hipotesis pasar efisien, karena anomali yang ada sepertinya hanya terkait dengan bentuk pasar efisien semi kuat. Artinya, suatu informasi yang baru masuk ke pasar (menjadi publik) dapat mempengaruhi harga sekuritas.

Berkaitan dengan kesimpulan tadi, ada dua hal yang mungkin menarik untuk dijadikan bahan pemikiran. Pertama, mengingat belum konsistennya bukti yang mendukung atau menolak hipotesis pasar efisien, maka dapat dilakukan penelitian

lanjutan sehingga dapat diperoleh konfirmasi lebih mendalam. Kedua, beberapa penelitian sudah pernah dilakukan untuk menguji tingkat efisiensi pasar modal Indonesia dimana hasil yang diperoleh masih belum menunjukkan adanya kata sepakat. Adalah peluang bagi peneliti keuangan dan akuntansi untuk mencoba mengupas lebih lanjut tentang pasar modal Indonesia. Pengujian tentang anomali pasar tetap menjadi acuan yang menarik bagi peneliti keuangan dan akuntansi untuk melihat sejauh mana kecepatan perubahan harga (*speed of adjustment*) atas masuknya informasi baru ke pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Beaver, William, H. (1986), *Financial Reporting: An Accounting Revolution*. 2nd Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Dyckman, Thomas, R. dan , Dale Morse (1986), *Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis*, Prentice Hall, New Jersey.
- Fabbozi, Frank E. dan Franco Modigliani (1996), *Capital Markets, Institutions, and Instruments*, 2nd Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Fama, Eugene F. (May 1970), "Efficient market: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- Fama, Eugene, F. (1991), "Efficient Capital Markets: II", *Journal of Finance*, 46 (4): 1575-1617.
- Haugen, Rober A. (2001), *Modern Portfolio Theory*, 5th Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Jones, Charles P. (1998), *Investment: Analysis and Management*, John Wiley and Son, California, 6th Edition.
- Le Baron, Dean (1983), "Reflections on Market Inefficiency", *Financial Analysts Journal*, 39 (May/June): 16-23.
- Levy, Haim S. (1996), *Introduction to Investment*. South Western Publishing.
- Malkiel, Burton (1989), "Efficient Market Hypothesis", dalam John Eatwell, Murray Milgate, dan Peter Newman, editor, *The New Palgrave: Finance*, New York, MacMillan Press Limited, hal. 131.
- Megginson, William. L. (1997), *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley, New York.
- Miller, Merton (1999), "The History of Finance", *Journal of Portfolio Management*, 25 (4): 95-101.

Shanken, Jay dan Clifford W Smith (1996), "Implications of Capital Markets Research for Corporate Finance", *Financial Management*, 25 (1): 98-104.

Smith, Clifford, W. (1990), "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview", Dalam Smith, C.W. (Ed). *The Modern Theory of Corporate Finance*. North Holland Publishing Company, New York, hal. 3-27.

West, Richard R. (1975), "Two Kinds of Market Efficient", *Financial Analyst Journal*, Nov-Des.: 30-34.