

## PENGUJIAN EFISIENSI MARKET HIPOTESIS PRA DAN PASCA MEA ( PENDEKATAN JOHANSEN COINTEGARTION TEST )

**Riyanti & Gilang Pandu Palagan**

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Jakarta*

palagangilang@yahoo.com

---

### Abstract

*The purpose of this study to test the efficiency of capital markets (EMH) before and after the MEA. Sample used in this research consisted of 5 members of the MEA; Indonesia, Singapore, Thailand, Philippines and Malaysia with a monthly observation period of 5 years after and before the MEA. Tests conducted by the method of Johansen Cointegration Test and showed that the EMH does not occur in the Indonesian capital market after the MEA.*

**Keyword:** EMH test, pre and post-MEA

### Abstrak

*Tujuan penelitian ini untuk menguji efisiensi pasar modal (EMH) sebelum dan setelah MEA. Sample yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 5 anggota MEA ; Indonesia, Singapura, Thailand, Filipina dan Malaysia dengan periode pengamatan bulanan selama 5 tahun setelah dan sebelum MEA. Pengujian dilakukan dengan metode Johansen Cointegration Test dan didapatkan hasil bahwa tidak terjadi EMH pada pasar modal Indonesia setelah MEA.*

**Kata Kunci :** Uji EMH, pra dan Pasca MEA

---

## PENDAHULUAN

Permasalahan penting pasar modal adalah mengenai resiko dan nilai saham yang dinilai terlalu murah jika pasar modal hanya dilakukan dalam lingkup local. Dari sisi resiko, Investor local dianggap akan memiliki resiko yang tinggi jika hanya berinvestasi pada satu pasar modal local, sejalan dengan konsep tersebut karena saham local dianggap memiliki resiko tinggi, nilai saham juga akan dinilai terlalu rendah (Undervalue)(Finance, 1999). Untuk mengatasi permasalahan tersebut, konsep pasar modal lintas negara mulai diperkenalkan. Sebuah konsep yang lahir dari sebuah hasil empiris atas Saham Nestle, pada 17 November 1988 yang berusaha menghilangkan hambatan bagi Investor asing untuk berinvestasi di saham nestle yang menghasilkan kenaikan nilai sahamnya sebesar 10% (*Ibid*). Semenjak itulah pasar modal mengalami babak baru dalam target pasarnya, yang dikenal dengan istilah *Capital Market Globalization*.

Istilah Globalisasi mulai dipopulerkan dalam kajian Ilmu Ekonomi oleh Theodore Levits dalam artikelnya yang berjudul "*Globalization Of Markets*" dalam *Harvard Business Review* edisi Mei-Juni 1983("Globalisasi," 2014). Dalam artikel tersebut disebutkan bahwa ;

*"Permintaan akan kesamaan jenis product dari seluruh dunia, mengindikasikan bahwa konsumen dari seluruh dunia, meskipun ada perbedaan budaya yang mengakar, akan tetap memiliki permintaan yang sama.atau yang disebut sebagai 'Homogen', oleh karena itu,*

*perusahaan multinasional perlu menerapkan strategi standard dan berorientasi global”*(Levitt, 1983).

Sejak saat itu, istilah globalisasi sering didiskusikan dan menjadi sebuah pandangan tersendiri oleh para akademisi dan praktisi ekonomi yang dianggap sebagai suatu keniscayaan yang perlu terjadi dalam interaksi ekonomi guna memaksimalkan efisiensi ekonomi. Globalisasi, diartikan sebagai upaya memaksimalkan keunggulan bersaing yang dimiliki suatu negara/wilayah sehingga tercapailah efisiensi dalam pasar modal.

Kondisi pasar yang efisien dalam teori tersebut dapat terjadi jika; Investor berperilaku secara rasional, dan tidak diperlukan biaya untuk mengakses informasi (tidak terbatasnya informasi). Berkaca kepada kondisi tersebut, penciptaan suatu pasar modal Global menjadi suatu keniscayaan, melalui sebuah teori pasar yang efisien yang biasa disebut dengan *Efficient Market Hypothesis* ( EMH )

Postulat teori EMH juga diadaptasi oleh pasar modal termasuk di negara-negara ASEAN, Pandangan EMH juga telah dianggap mampu menyelesaikan permasalahan-permasalahan pasar modal di ASEAN; ketimpangan kuantitas emiten saham, ketimpangan frekuensi trading saham dan ketidak-efisiensinya biaya *cross listing* saham, dan lain-lain. Melalui suatu upaya pembentukan Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) yang termasuk di dalamnya adalah integrasi keuangan negara-negara ASEAN yang mulai dicanangkan sejak tahun 2015 lalu. Pasar Modal ASEAN mengalami transformasi perubahan baru menjadi *single market, Single Production* Aliran Bebas; Barang, Jasa, Investasi, Teknologi, serta aliran modal yang bebas (Dirjen Kerjasama ASEAN Deparlu, 2009).

MEA atau lazim disebut juga dengan *Asean Economic Community* (AEC) akan berfungsi sebagai pasar tunggal dan wilayah basis produksi pada tahun 2020. Program yang ditujukan di AEC tidak saja meliputi kebebasan aliran barang, tenaga kerja, aliran modal, namun juga untuk mengurangi kemiskinan serta kesenjangan sosial ekonomi. Untuk memfasilitasi pencapaian *ASEAN Economic Community* (AEC) sesuai dengan target maka dilakukan pertemuan tingkat menteri keuangan ASEAN, Agustus 2003 di Makati City Filipina. Pertemuan tersebut menyepakati Roadmap Integrasi ASEAN (RIA) bidang finansial (RIA-Fin) yang meliputi 4 sektor, yaitu, 1) pengembangan pasar modal, 2) liberalisasi neraca modal, 3) liberalisasi jasa keuangan, dan 4) kerja sama nilai tukar. Roadmap kerjasama pasar modal bertujuan untuk mewujudkan kerjasama pasar modal yang lebih erat untuk meningkatkan perdagangan intra kawasan dan memperdalam integrasi ekonomi regional. Integrasi ekonomi akan menjadi semakin kuat apabila dilakukan integrasi pasar modal.

Didalam *ASEAN Economic Community blueprint* tahun 2015 yang akan datang, dirumuskan bahwa membangun visi untuk pasar terintegrasi di tingkat regional, yaitu kondisi dimana arus modal dapat bergerak bebas di regional dan investor dapat berinvestasi dimanapun di regional. Tidak dapat ditunda lagi, negara manapun di ASEAN harus sudah siap untuk menghadapi hal tersebut dimana integrasi pasar modal ASEAN 2015 sudah disepakati bersama, karena apa yang sudah disepakati akan menjadi beban bila dalam pelaksanaannya tiap-tiap negara belum siap dengan infrastruktur kebijakan ekonominya, khususnya pada pasar modal.

Keberadaan MEA menarik untuk ditelaah dan dinilai membawa banyak harapan bagi para anggota di dalamnya. Mengingat MEA sendiri merupakan sebuah integrasi ekonomi negara-negara berkembang terbesar di dunia. Bahkan, pada tahun 2012, (3 tahun sebelum MEA berlangsung. Penelitian mengenai dampak MEA telah dilakukan). Dalam penelitian tersebut diramalkan bahwa MEA mampu meningkatkan *Market Capitalization* pendapatan negara anggotanya mencapai 5.3%, bahkan mampu meningkat dua kali lipat (Petri, Plummer, & Zhai, 2012). Hal ini sekaligus menjadi bukti empiris kesuksesan teori EMH.

Tak hanya dampak positif, beberapa efek negative dari Integrasi pasar keuangan dalam MEA juga tak sedikit mendapat banyak perhatian. Permasalahan *Capital Outflow* salah satunya, kebebasan para Investor untuk memilih beragam emiten baik local maupun luar negeri (dalam hal ini emiten dari sesama anggota MEA lainnya) akan memunculkan suasana persaingan antar pasar modal di kawasan ASEAN.

*“Pada dasarnya, MEA adalah persaingan yang terjadi di negara ASEAN, karena investor akan bebas berinvestasi di mana saja, kemudian broker bebas melakukan kegiatan di negara ASEAN, sehingga perlu perbaikan diri dan kemampuan pada masing-masing pasar modal”*.(Andy Dwijayanto, 2015).

Pernyataan ini menjelaskan bahwa, Investor asing bisa saja menarik semua investasinya dari pasar modal domestic, yang menyebabkan keluarnya aliran modal ke luar negeri (*Capital Outflow/Capital Flight*) karena pasar modal domestik dianggap kurang memberikan return dibandingkan pasar modal negara ASEAN lainnya. Atau terjadi kecenderungan yang dilakukan oleh Investor local untuk lebih memilih berinvestasi pada emiten luar negeri. Kondisi seperti ini sangat dimungkinkan terjadi di pasar modal Indonesia. Mengingat, kondisi pasar modal Indonesia yang tergolong masih ketinggalan dibandingkan dengan pasar modal negara-negara anggota MEA lainnya. Dari segi transaksi, Indonesia baru mencapai rata-rata transaksi US \$ 500juta per hari, sedangkan Singapura dan Thailand telah mencapai US\$ 1 Milliar-1.5 Milliar per hari (Azzam, 2015).

Hal ini kiranya perlu untuk dicermati karena bukti empiris memperlihatkan bahwa Globalisasi di Pasar keuangan akan menyebabkan Peningkatan Kapitalisasi Pasar Domestik dan Trading, yang diiringi dengan peningkatan aktivitas pasar modal Internasional (de la Torre, Gozzi, & Schmukler, 2007). Seberapa jauh peningkatan kapitalisasi pasar domestic, dalam hal ini adalah kapitalisasi pasar modal BEI dibandingkan dengan peningkatan pasar modal internasional (negara-negara anggota MEA) sebelum dan setelah MEA merupakan hal menarik untuk dikaji, apakah MEA mampu menciptakan kapitalisasi pasar modal yang lebih besar dibandingkan sebelum MEA. Jika memang MEA menciptakan efisiensi pasar dan Investor akan berperilaku rasional, sangat dimungkinkan terjadinya *capital flight* dari BEI ke pasar Modal negara Anggota MEA lainnya. Hal ini merupakan konsekuensi logis praktik dari Theory EMH. Oleh karena itu penelitian mendalam mengenai dampak MEA terhadap teori EMH menjadi penting untuk dilakukan analisa mendalam.

## KAJIAN PUSTAKA

### *Efficient Market Hypotesis Theory ( EMH )*

#### Sejarah Perkembangan EMH

Sejarah *Efficient Market Hypotesis* (EMH) tidak dapat dilepaskan dari nama Louis Bachelier, seorang analis saham berdarah Perancis. Tahun 1900, Louis Bachelier melakukan studi untuk mengetahui apakah harga saham dan pasar komoditi berfluktuasi secara acak (*random walk*) (Sewell 2011). Usaha Bachelier untuk mencapai tujuan studinya mengalami kesulitan, khususnya dalam mengestimasi karakteristik acak dari harga saham dan komoditi, sehingga studi tersebut mendapat predikat *adjourn*<sup>1</sup> dari profesornya.

Penelitian yang dilakukan oleh Bachelier ini mengawali penelitian-penelitian berikutnya berkaitan dengan efisiensi pasar dan *random walk*. Tiga dekade kemudian, Cowles (1933) melakukan penelitian tentang akurasi hasil analisis dari lembaga analis profesional dalam mengestimasi volatilitas *expected return* saham berdasarkan data historis rata-rata pergerakan harga saham. Studi ini menghasilkan temuan bahwa badan-badan analis profesional tersebut tidak akurat dalam memprediksi *expected return*. Studinya berlanjut pada tahun 1944 dengan obyek penelitian seperti sebelumnya, tetapi kali ini memperpanjang periode sampel rata-rata *return saham*. Hasil studi menunjukkan, dalam kurun waktu 40 tahun hanya 3,3% estimasi *expected return* yang dilakukan oleh badan-badan analisis profesional yang akurat.

Penelitian yang menggunakan konsep efisiensi pasar dan *random walk* semakin menarik minat para ilmuwan. Kendall (1953) untuk pertama kalinya melaksanakan penelitian dengan literatur keuangan *random walk* untuk mengamati rutinitas dari tingkat volatilitas 22 indeks saham Inggris dan harga komoditas di bursa Amerika. Hasil studi menunjukkan bahwa volatilitas harga bersifat acak, dimana kenaikan atau penurunan harga saham pada hari tertentu bersifat independen dari hari sebelumnya. Robert (1959) menemukan hasil yang sama untuk *Dow Jones Average Industry* (DJIA), dimana perubahan indeks DJIA bersifat acak. Beberapa bukti empiris di atas, dibahas oleh Fama (1965a) dalam disertasi doktornya yang berjudul *The Behavioral of Stock-Market Prices*. Disertasi

---

<sup>1</sup> *Adjourn* adalah predikat yang diberikan untuk sebuah karya ilmiah yang dianggap tidak memiliki nilai karya ilmiah sama sekali dan tidak berguna

tersebut merupakan pembuktian dari sikap akademiknya dalam mendukung bukti empiris, bahwa harga saham harian yang bersifat *random walk* merupakan deskripsi akurat tentang realitas pasar modal.

*Random walk* menyiratkan bahwa serangkaian perubahan harga saham bersifat independen dari perubahan harga masa lalu, sehingga data historis tidak dapat dimanfaatkan untuk memprediksi pergerakan harga saham di masa yang akan datang (Fama 1965b). Harga saham pada hari tertentu merefleksikan kondisi pasar pada hari yang sama dan tidak berhubungan dengan kondisi pasar pada hari yang sebelumnya. Perilaku harga pasar yang bersifat *random walk* merupakan dasar bagi Fama dalam mengembangkan konsep efisiensi pasar. Untuk pertama kalinya Fama (1965b:3-4) mendefinisikan efisiensi pasar sebagai berikut:

*“A market where there are large numbers of rational profit maximizers actively competing, with each trying to predict future market values of individual securities, and where important current information is almost freely available to all participants”.*

Definisi di atas menunjukkan bahwa investor adalah rasional, bersaing satu dengan yang lain untuk mengeleminasi perbedaan antara *actual return* dan nilai intrinsik saham. Informasi baru merupakan sumber analisis fundamental, kemudian direspon oleh investor, sehingga merubah nilai intrinsik dan berpengaruh terhadap harga saham. Menurut Fama (1965a), dalam situasi dimana informasi baru terpublikasi, harga sebenarnya (nilai intrinsik) akan segera berubah dan bergerak menuju tingkatan nilai intrinsik yang baru karena perilaku rasional investor. Proses netralisasi dari perbedaan antara *actual return* dan nilai intrinsik, menyebabkan *actual return* berfluktuasi secara acak di sekitar nilai intrinsiknya (Yalçın 2010).

Guerien dan Gun (2011) mengemukakan bahwa ketidakpastian harga dan independensi perubahan harga saham yang disebabkan respon investor terhadap informasi baru, menyebabkan terjadinya netralisasi *actual return* dan nilai intrinsik. Hal ini merupakan karakteristik dari kerja pasar saham yang efisien. Oleh karena itu pasar dikatakan efisien, apabila harga merefleksikan adanya respon terhadap setiap informasi baru oleh perilaku rasional investor. Hal ini dijelaskan Fama (1970:387) sebagai berikut:

*“A market in which prices always fully reflect all available information is called efficient. In an efficient market, on the average, competition will cause the full effects of new information on intrinsic values to be reflected “instantaneously” in actual prices”.*

Efisiensi pasar yang diulas secara detail dalam berbagai kajian literatur di atas, pada akhirnya menjadi salah satu *body of knowledge* teori keuangan dan dikenal dengan EMH. Fama mengemukakan bahwa pasar efisien adalah tempat investor berperilaku rasional, menjadikan laba maksimal sebagai tujuan melalui estimasi nilai pasar masa depan dan tempat dimana informasi penting saat ini bebas untuk seluruh investor. Oleh karena itu seluruh informasi mampu direfleksikan melalui pergerakan harga saham. Pasar efisien menutup kemungkinan untuk meraih keuntungan melalui *abnormal return* karena basis harga adalah informasi yang bebas tersedia bagi siapa saja (Bodie *et al.* 2008).

### **Konsep dan Asumsi 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.

Membahas pasar efisien, pasti menimbulkan pertanyaan mengapa harus ada konsep pasar efisien dan mungkinkah pasar efisien ada dalam kehidupan nyata. Untuk menjawab pertanyaan tersebut, pasar efisien harus memiliki beberapa asumsi yang harus terpenuhi (Tatang Ary Gumanti (Universitas Negeri Jember) & Elok Sri Utami, 2002):

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

### **Kritik terhadap teori EMH**

Sampai saat ini *Behavioral Finance* menjadi topik yang menarik untuk dikaji dan berkembang menjadi media kritik yang paling aktif terhadap perilaku rasional pada *Efficient Market Hypothesis*. Meskipun tujuan teori adalah sama yaitu menjelaskan perilaku pasar keuangan yang kompleks, akan tetapi ilmuwan kedua teori tersebut saling kontra argumen baik dalam tataran konsep, teoritis, metodologis, dan praktis (Thaler 1999). Hal ini dapat dilihat pada pernyataan Zhekauser (1986:2) berikut ini:

*"I do not think that the conflict between rationalist and behaviorist will be resolved in an intellectual generation, or even 3 such generation. There are simply too many battlefields. Each side can select the ones most favorable to its own cause. From time to time there will be mutually agreed-on skirmishes. Major recent ones have centered on macroeconomics, where the evidence remains exceedingly controversial and inconclusive, and finance, where the markets works exceedingly well but not perfectly an outcome sufficiently ambiguous to enable both side to claim victory"*.

Fama dalam wawancara eksklusif yang dilakukan oleh Robert Litterman dan kemudian dipublikasikan dalam *Financial Analysts Journal* pada tahun 2012 mengemukakan bahwa *behavioral finance* adalah sebuah dongeng masa lalu (*ex-post storytelling*) yang tidak dapat menghasilkan hipotesis apapun untuk diuji. *Behavioral finance* bukan ilmu pengetahuan, dia hanya bagus dalam tataran mikro individual tetapi tidak mendapatkan dukungan validasi data ketika memasuki konteks makro pasar modal. Hal ini dapat dilihat dalam salah satu wawancara eksklusif Fama sebagai berikut:

*I think the Behavioral finance literature is very good at the micro level—individual behavior. But the jumps that are made from the micro level to the macro level—from the individual to markets—aren't validated in the data. For example, the Behavioral view is that a value premium exists and it's irrational. If it's irrational, it should go away, but it doesn't seem to have gone away. Behavioral finance also claims to explain momentum and reversal. That's too flexible in my view. It's not a science"*. (Litterman 2012:18)

Selanjutnya Fama menyatakan bahwa meskipun banyak ditemukan anomali pasar, akan tetapi EMH tidak mungkin ditinggalkan hanya untuk "sebuah *behavioral finance*. Bahkan Fama dalam artikelnya *Market efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance* menegaskan bahwa, banyak anomali yang ditemukan hanya dianggap sebagai peristiwa yang selanjutnya bakal terkoreksi dalam jangka pendek. Banyak temuan-temuan anomali bertentangan satu sama lain dan *Behavioral Finance* sendiri adalah bagian "koleksi" anomali itu sendiri yang pada dasarnya dapat dijelaskan oleh EMH.

Bahkan dengan menggunakan istilah yang cukup keras Fama (1998) menegaskan bahwa model yang digunakan oleh *Behavioral Finance* dalam mendeteksi anomali adalah memalukan. Hal ini karena menggunakan proksi-proksi yang secara konsisten mendukung EMH seperti respon *abnormal return* menjelang pengumuman terhadap tingkat *return* pasca pengumuman. Kenyataan empiris menunjukkan bahwa tingkat *return* pasca pengumuman konsisten dengan EMH dimana *volatilitas* bergantung pada informasi pasar terkini. Oleh karena itu Fama menyebut anomali pada temuan *Behavioral Finance* sebagai sesuatu hal yang kebetulan dan bersifat rapuh. Dalam perjalanannya, anomali tersebut akan hilang oleh koreksi investor yang selalu rasional.

Pernyataan Fama di atas menurut *Behavioral Finance* sangat berlebihan dan terlalu percaya diri. *Behavioral Finance* menganggap Fama tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan bersama Kenneth R. French pada tahun 1992. Hasil temuan dengan jelas menunjukkan anomali pasar. Fama dan French (1992) menemukan bahwa beta saham sebagai pengukur risiko tidak mampu menjelaskan rata-rata pengembalian saham. Riset ini menunjukkan hubungan yang datar (tidak berkorelasi) antara risiko dan tingkat pengembalian sementara secara teoretis, *risiko* adalah berbanding lurus dengan tingkat *return*. Menanggapi hasil temuannya ini, Fama dan French (1992)

berdalih bahwa data yang diambil adalah data historis jangka panjang yaitu dari tahun 1963 sampai dengan 1990, sehingga berbagai kemungkinan dapat terjadi. Oleh karena itu, hal ini tetap tidak melunturkan eksistensi dari EMH.

## METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data indeks komposit harga saham di masing-masing pasar modal mulai tahun 2008 sampai tahun 2015. Indeks pasar modal ke lima negara-negara ASEAN tersebut yaitu *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI) untuk Malaysia, *Jakarta Composite Index* (JCI) untuk Indonesia, *Stock Exchange of Thailand Composite Index* (SET) untuk Thailand, *Straits Times Index* (STI) untuk Singapura, dan *the Philippines Stock Exchange Composite Index* (PSE) untuk Filipina. Indeks komposit yang digunakan dalam penelitian ini berupa indeks komposit pada penutupan bulanan, yang didefinisikan sebagai indeks harga pada penutupan perdagangan hari terakhir pada bulan yang bersangkutan. Data tersebut diperoleh dari *yahoofinance indonesia* dan publikasi pasar modal, khususnya yang tersedia di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Saham Thailand.

Pemilihan setiap negara didasarkan pada indeks pasar modal yang bersangkutan karena indeks tersebut dapat dipertimbangkan sebagai suatu representasi yang tepat bagi kondisi pasar modal di negara tersebut. Di samping itu berdasarkan ketersediaan data yang ada bagi penelitian ini, maka jangka waktu penelitian adalah mulai bulan Januari 2008 sampai Desember 2015. Untuk memenuhi kelengkapan dan kecukupan data serta data yang mulus (*smoothing data*) maka dipilih data indeks harga saham bulanan.

### Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia

Untuk melakukan pengujian efisiensi pasar modal Indonesia dalam penelitian ini akan digunakan metode penelitian Uji kointegrasi. pengujian ini digunakan untuk mengetahui apakah akan terjadi keseimbangan dalam jangka panjang, yaitu terdapat kesamaan pergerakan dan stabilitas hubungan diantara variabel-variabel di dalam penelitian ini atau tidak. Jumlah persamaan yang terkointegrasi dapat diketahui dengan membandingkan nilai Trace Statistic terhadap nilai critical value. Taraf nyata yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5%.

Pengujian hipotesanya adalah sebagai berikut ;

$H_0 : r = 0$  (tidak ada kointegrasi)

$H_a : r > 0$  (ada kointegrasi)

$H_0$  ditolak Apabila nilai Trace Statistic atau nilai max eigen value lebih besar dari pada nilai critical value 5% dan  $H_0$  diterima sebaliknya.

1. Analisa perbandingan efisiensi Pasar Modal Indonesia Sebelum dan Sesudah MEA.

Untuk memperlihatkan perbedaan efisiensi pasar modal sebelum dan setelah MEA, pada penelitian ini akan dilakukan dengan teknik analisa data *Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity* ( GARCH )

2. Analisa ketergantungan pasar modal Indonesia terhadap pasar modal Anggota MEA lainnya.

Metode yang digunakan untuk menganalisis hubungan kausalitas antar variabel yang diamati adalah dengan Uji Kausalitas Granger. Dalam penelitian ini, uji kausalitas Granger digunakan untuk melihat arah hubungan diantara variabel IHSG, KLSE, PCI, SET, dan SSI.

Secara umum, suatu persamaan Granger dapat diinterpretasikan sebagai berikut (Gujarati dalam (Pratistha, 2012)).

1. *Unidirectional causality* dari variabel dependen ke variabel independen. Hal ini terjadi ketika koefisien lag variabel dependen secara statistik signifikan berbeda dengan nol, sedangkan koefisien lag seluruh variabel independen sama dengan nol.
2. *Feedback/ bilateral causality* jika koefisien lag seluruh variabel, baik variabel

dependen maupun independen secara statistik signifikan berbeda dengan nol.

3. *Independence* jika koefisien lag seluruh variabel, baik variabel dependen maupun independen secara statistik tidak berbeda dengan nol.

Untuk melihat hubungan kausalitas Granger dapat dilihat dengan membandingkan Fstatistik dengan nilai kritis Ftabel pada tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10) dan juga membandingkan besarnya nilai probabilitas dengan tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10).

Jika nilai Fstatistik baik Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X maupun X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y > nilai kritis Ftabel dan nilai probabilitas baik Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X maupun X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y < tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10) maka signifikan yang berarti terdapat kausalitas dua arah ( $Y \leftrightarrow X$ ).

Jika nilai F statistik Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X > nilai kritis Ftabel dan nilai probabilitas Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X < tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10) maka signifikan. Jika nilai Fstatistik X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y < nilai kritis Ftabel dan jika nilai probabilitas X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y > tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10) maka tidak signifikan. Hal ini berarti terdapat kausalitas satu arah ( $Y \rightarrow X$ ). Jika nilai Fstatistik Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X < nilai kritis Ftabel dan nilai probabilitas Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X > tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10) maka tidak signifikan.

Jika nilai Fstatistik X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y > nilai kritis Ftabel dan jika nilai probabilitas X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y < tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10) maka signifikan. Hal ini berarti terdapat kausalitas satu arah ( $X \rightarrow Y$ ). Jika nilai Fstatistik baik Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X maupun X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y < nilai kritis Ftabel dan nilai probabilitas baik Y Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada X maupun X Tidak menyebabkan Kausalitas Granger pada Y > tingkat kepercayaan (0,01; 0,05; 0,10) maka tidak signifikan yang berarti tidak terdapat hubungan kausalitas.

## Desain Penelitian

Melakukan pengujian EMH dengan menggunakan johansen *cointegration test*. Desain awal penelitian ini dibangun untuk melihat posisi awal efisiensi pasar modal sebelum MEA yang bertujuan untuk memastikan posisi efisiensi pasar modal Indonesia. Dengan pengujian tersebut akan teruji apakah terjadi efisiensi atau tidak pasar modal Indonesia.

Melihat perbedaan efisiensi pasar modal Indonesia sebelum program MEA. Model penelitian ini dibangun untuk melihat posisi awal efisiensi pasar modal sebelum MEA yang bertujuan untuk memastikan posisi efisiensi pasar modal negara-negara ASEAN. Untuk mengetahui perbedaan efisiensi pasar modal tersebut dilakukan pengujian dengan metode *cointegration test*. Dengan pengujian tersebut akan terlihat apakah pasar modal negara anggota MEA lainnya termasuk dalam kategori efisien atau tidak.

Melihat perbedaan efisiensi pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah program MEA. Model penelitian ini bertujuan untuk perbedaan efisiensi pasar modal Indonesia. Untuk mengetahui perbedaan efisiensi pasar modal tersebut dilakukan pengujian dengan metode *paired Sample T-Test*. Dengan pengujian tersebut akan terlihat perbedaan efisiensi pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah MEA

Melihat pengaruh pasar modal negara anggota MEA lainnya terhadap pasar Modal negara ASEAN. Untuk mengetahui hal tersebut dilakukan pengujian dengan metode *Causalitas Granger*. Dengan pengujian tersebut akan terlihat pasar modal negara manakah yang mempengaruhi pasar modal Indonesia.

### Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah penelitian dan teori yang mendasari dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

- 1 : Pasar Modal Indonesia telah memiliki karakteristik EMH.
- 2 : Terdapat perbedaan efisiensi pasar modal Indonesia sebelum dan sesudah praktik MEA
- 3 : Terdapat pasar modal di kawasan anggota MEA yang saling mempengaruhi dan saling dipengaruhi oleh pasar modal yang lain secara signifikan.

## HASIL dan PEMBAHASAN

### Hasil Penelitian

#### Uji Stasionaritas Data (*Unit Roots Test*)

Pengujian kestasioneran dengan uji derajat integrasi dimaksudkan untuk mengetahui pada derajat berapakah data akan stasioner. Secara umum apabila suatu data memerlukan differensiasi sampai ke  $d$  supaya stasioner. Maka dapat dinyatakan sebagai  $I(d)$ . Dalam uji derajat integrasi yang dilakukan terhadap seluruh peubah dalam model penelitian didasarkan pada uji akar unit (*unit root test*) atau ADF (*Augmented Dickey Fuller*) yang perhitungannya dengan menggunakan software E-view 7.0. setelah melakukan perhitungan pada data, diketahui bahwa semua peubah stasioner tingkat satu atau dapat ditulis  $I(1)$ .

Hasil pengujian stasioner dengan uji akar unit dapat dilihat pada output sebagai berikut:

**Tabel 1.** Hasil Pengujian stasioneritas pra MEA

Negara	Augmented Dickey- Fuller test statistic (ADF)	Prob
Philipina	-9.600409	0.0000
Indonesia	-6.889535	0.0001
Malaysia	-8.368843	0.0002
Singapura	-7.625512	0.0003
Thailand	-7.891042	0.0004

Sumber : Primer ( diolah )

**Tabel 1.** Hasil Pengujian stasioneritas pasca MEA

<b>Uji Stasioneritas pasca MEA</b>		
<b>Negara</b>	<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic (ADF)</b>	<b>Prob</b>
Philipina	-6.602118	0.0002
Indonesia	-0.290846	0.9843
Malaysia	-4.501461	0.0114
Singapura	-4.732699	0.0081
Thailand	-4.27246	0.0214

Sumber : Primer ( diolah )

Dengan membandingkan hasil pengujian stationeritas pada kedua table pra dan pasaca MEA, dapat disimpulkan bahwa Indonesia mengalami perubahan dari pasar yang memnuhi kriteria EMH pra MEA menjadi pasar yang tidak efisien pasca MEA. Dibuktikan dari nilai prob.  $\geq$  yang digunakan ( 0.05 ).

#### **Uji Kausalitas Granger**

Uji kausalitas ini dilakukan untuk melihat hubungan kausalitas yang terjadi di antara variabel-variabel dalam model. Pada penelitian ini, uji kausalitas yang digunakan adalah Granger Causality Test yang hasilnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

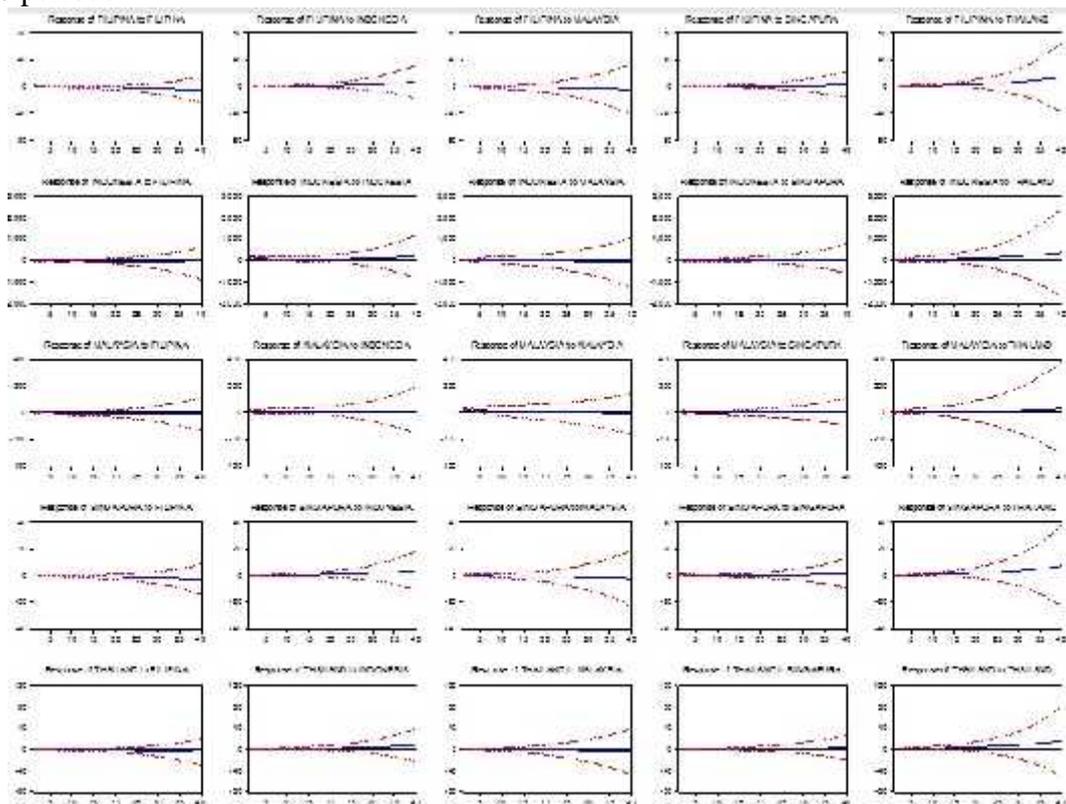
##### Pairwise Granger Causality Tests

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
INDONESIA does not Granger Cause FILIPINA	18	0.34620	0.7137
FILIPINA does not Granger Cause INDONESIA		0.09510	0.9099
MALAYSIA does not Granger Cause FILIPINA	18	1.22237	0.3263
FILIPINA does not Granger Cause MALAYSIA		3.38210	0.0657
SINGAPURA does not Granger Cause FILIPINA	18	0.01140	0.9887
FILIPINA does not Granger Cause SINGAPURA		0.19366	0.8263
THAILAND does not Granger Cause FILIPINA	18	0.71422	0.5078
FILIPINA does not Granger Cause THAILAND		0.43770	0.6547
MALAYSIA does not Granger Cause INDONESIA	18	3.01785	0.0838
INDONESIA does not Granger Cause MALAYSIA		0.42285	0.6639
SINGAPURA does not Granger Cause INDONESIA	18	0.07016	0.9326
INDONESIA does not Granger Cause SINGAPURA		0.56539	0.5815
THAILAND does not Granger Cause INDONESIA	18	0.27861	0.7612
INDONESIA does not Granger Cause THAILAND		3.65586	0.0550
SINGAPURA does not Granger Cause MALAYSIA	18	0.55956	0.5846
MALAYSIA does not Granger Cause SINGAPURA		0.12615	0.8825
THAILAND does not Granger Cause MALAYSIA	18	0.02259	0.9777
MALAYSIA does not Granger Cause THAILAND		0.17441	0.8419
THAILAND does not Granger Cause SINGAPURA	18	0.21666	0.8081
SINGAPURA does not Granger Cause THAILAND		2.03904	0.1697

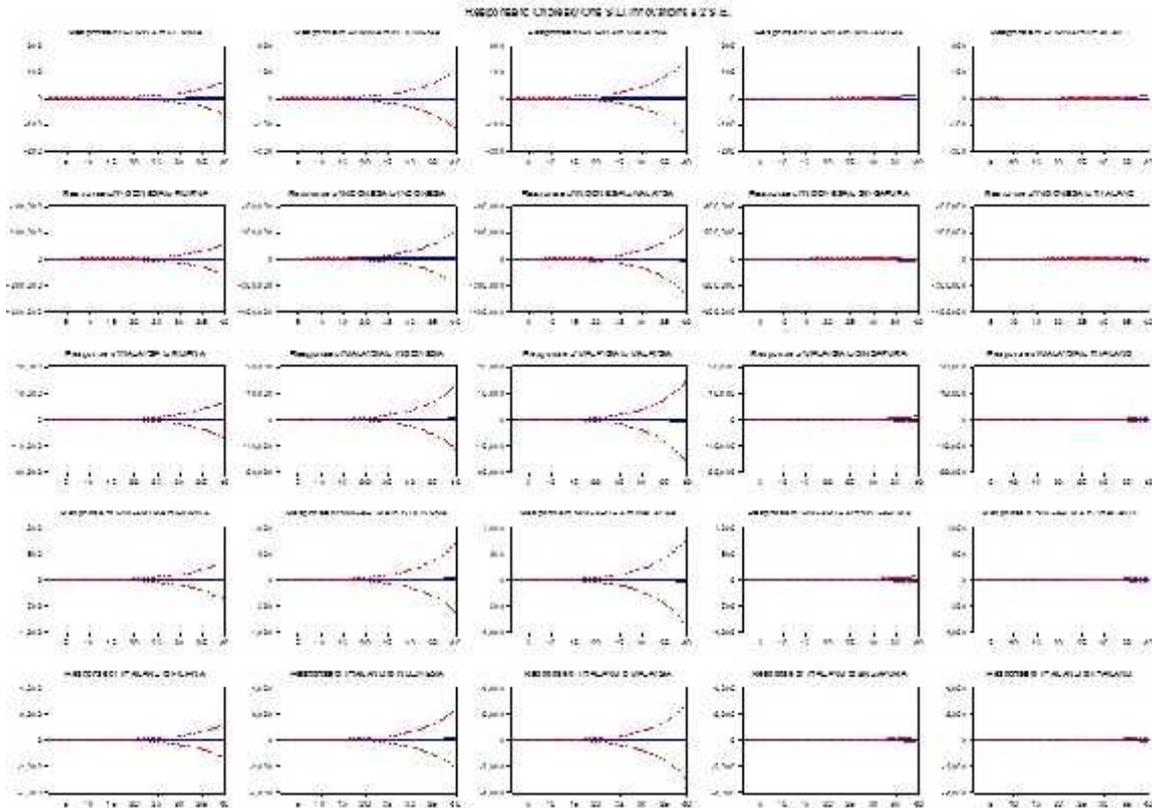
**Impulse Respon Function (IRF)**

Untuk mengetahui pengaruh shock dalam perekonomian maka digunakan metode IRF. Selama koefisien pada persamaan structural VAR diatas sulit diinterpretasikan maka banyak praktisi menyarankan penggunaan IRF ini. Fungsi IRF ini menggambarkan tingkat laju dari shock variabel yang satu terhadap variabel yang lainnya pada suatu rentang periode tertentu. Sehingga dapat dilihat lamanya pengaruh dari shock suatu variabel terhadap variabel lain sampai pengaruhnya hilang atau kembali ke titik keseimbangan.

Dalam model ini response dari perubahan masing-masing variabel dengan adanya informasi baru diukur dengan 1-standar deviasi. Sumbu horizontal merupakan waktu dalam periode tahun ke depan setelah terjadinya shock, sedangkan sumber vertikal adalah nilai respon. Secara mendasar dalam analisis ini akan diketahui respon positif atau negatif dari suatu variabel terhadap variabel lainnya. Respon tersebut dalam jangka pendek biasanya cukup signifikan dan cenderung berubah. Dalam jangka panjang respon cenderung konsisten dan terus mengecil. Impulse Response Function memberikan gambaran bagaimana respon dari suatu variabel di masa mendatang jika terjadi gangguan pada satu variabel lainnya. Untuk memudahkan interpretasi, hasil analisis disajikan dalam bentuk grafik pada gambar di bawah dalam 40 periode.



**Gambar 1. Hasil Uji IRF Pra MEA pada ASEAN 5**



**Gambar 2. Hasil Uji IRF Pasca MEA pada ASEAN 5**

Berdasarkan gambar IRF diatas dapat diketahui bahwa gejolak harga saham negara Indonesia setelah MEA terlihat lebih volatile dibandingkan dengan gejolak saham sebelum MEA.

## PEMBAHASAN

- Berdasarkan uji stasionaritas dan uji kointegrasi dapat diambil kesimpulan bahwa dalam jangka pendek integrasi pasar modal tidak terjadi. Hal ini dapat ditunjukkan dengan uji stasioneritas *unit root* pada tingkat level yang tidak stasioner, sehingga harus dilakukan uji stasioneritas tingkat diferensial pertama yang akhirnya stasioner. Dalam jangka panjang terjadi integrasi pasar modal. Setelah memasukkan indeks dunia sebagai dasar pengambilan keputusan atas terintegrasi atau tersegmentasinya bursa saham di ASEAN 5. Dengan menggunakan uji korelasi, maka didapat korelasi positif antara masing-masing bursa saham (PSE, IDX, KLCI, SET, dan STI) dengan indeks dunia yang menggunakan data Morgan Stanley Capital Index. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar modal ASEAN telah terintegrasi dengan indeks dunia. Berdasarkan hasil pengujian EMH sendiri di Indonesia, PRA MEA Indonesia memiliki karakteristik EMH sedangkan kondisi ini tidak terjadi setelah MEA.
- Selanjutnya, dengan menggunakan uji kausalitas granger, terbukti bahwa pasar modal Indonesia (IDX) mempengaruhi keadaan indeks saham negara Filipina (PSE), indeks saham Filipina mempengaruhi indeks saham Malaysia (KLCI), bursa saham Filipina mampu mempengaruhi fluktuasi bursa di Singapura (STI), dan pergerakan bursa di Indonesia mempengaruhi lantai bursa pada indeks saham gabungan di Malaysia. Hasil pembuktian menurut uji granger kausalitas adalah pasar modal yang saling mempengaruhi satu sama lain.
- Berdasarkan hasil IRF terlihat bahwa volatilities saham Indonesia lebih volatile setelah terjadinya MEA dibandingkan sebelum MEA.

## KESIMPULAN

Hasil-hasil dari penelitian ini secara garis besar menyimpulkan bahwa keberadaan MEA dianggap merugikan bagi sector modal di Indonesia. Kenyataan ini diakibatkan oleh besarnya perbedaan jumlah transaksi pasar modal Indonesia dibandingkan dengan pasar modal negara MEA lainnya, kesiapan pasar negara lain dalam menghadapi integrasi pasar modal, sebut saja pasar Exchange linkage yang telah dilakukan oleh Malaysia, Singapura, dan Thailand.

### Keterbatasan Penelitian

Khusus terhadap penelitian ini, terdapat beberapa hal yang menjadi kelemahan dari penelitian ini, yaitu: a). Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan uji kointegrasi Johansen, padahal ada beberapa pendekatan lain yang dapat digunakan untuk melakukan pengujian integrasi. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat melakukan pengujian integrasi dengan menggunakan metode yang lain. b). Dengan adanya perjanjian ACFTA (ASEAN-China *Free Trade Agreement*) dan semakin menguatnya negara Cina dan India, akan menarik apabila penelitian tentang integrasi pasar modal selanjutnya memasukkan pasar modal Cina dan India.

## SARAN

Dengan melihat hasil analisis dari penelitian ini, maka ada beberapa saran yang penulis ajukan, yaitu:

- a) Bagi Pemerintah, sampai sekarang, antar negara ASEAN masih terdapat perbedaan-perbedaan *regulatory* (peraturan). Kurangnya kerangka kerja peraturan bersama antar negara merupakan faktor yang dapat menghambat realisasi rencana ini. Maka sebelum merealisasikan keinginan memiliki pasar modal tunggal di kawasan ASEAN sampai batas akhir 2015, maka masih banyak yang harus dilakukan diantaranya perlunya dibuat kebijakan yang mengatur perpajakan, perlindungan investor dan penyelesaian sengketa. Setiap negara harus memprioritaskan dan mensinkronisasi agenda individualnya masing-masing, integrasi harus dilakukan para pemangku kepentingan, setiap negara harus berusaha meningkatkan likuiditas di pasar ASEAN.
- b) Sebagai pelaku pasar, investor juga mesti memperhatikan implikasi dari terintegrasinya pasar yang tentunya akan berpengaruh terhadap prospek-prospek investasi baik di dalam negeri negara tersebut maupun di negara-negara yang terintegrasi.
- c) Sebagai akademisi, masih akan terdapat banyak permasalahan-permasalahan yang terkait dengan terintegrasinya pasar modal khususnya, maupun proses menuju terintegrasinya sektor moneter, bahkan terintegrasinya perekonomian suatu kawasan untuk dijadikan sebagai topik penelitian.
- d) Dari sudut pandang Islam, hasil penelitian ini juga telah membuktikan kebenaran atas isi kandungan dari surat Ar'Radu ayat 11 ; *Allah tidak akan mengubah nasib suatu kaum sebelum mereka mengubah nasibnya sendiri*. Kiranya bagi para peneliti selanjutnya dapat mempertimbangkan pencarian model yang memperhatikan nilai-nilai *Financial Behaviour* serta kajian-kajian keislaman.

## DAFTAR PUSTAKA

- Andy Dwijayanto, S. C. (2015). No Title. Retrieved from Liputan Khusus MEA \_ Saatnya Pasar Modal tampil membiayai pembangunan.html
- Azzam, A. (2015). No Title. Retrieved from BEI\_ Indonesia Baru Siap Gabung Pasar Modal Asean Tiga Tahun Lagi \_ Market - Bisnis.com.html
- Chan, K., Gup, B., & Pan, M. (1997). International stock market efficiency and integration: A

- study of eighteen nations. *Journal of Business Finance & ...*, 24(6), 806–813.  
<http://doi.org/10.1111/1468-5957.00134>
- de la Torre, A., Gozzi, J. C., & Schmukler, S. L. (2007). Stock market development under globalization: Whither the gains from reforms? *Journal of Banking and Finance*, 31(6), 1731–1754. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.11.008>
- Dirjen Kerjasama ASEAN Deparlu. (2009). *Cetak Biru Komunitas ekonomi asean*.
- Finance, C. (1999). Journal of Applied Corporate Finance. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 12(3), 10.
- Globalisasi. (2014). Retrieved April 15, 2016, from <https://id.wikipedia.org/wiki/Globalisasi>
- Levitt, T. (1983). The globalization of markets. *Harvard Business Review*, 61, 92–102.  
<http://doi.org/3868164>
- Maharani, S. N. (2014). Market Hypothesis Dan Behavioral Finance. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 5(2).
- Petri, P. A., Plummer, M. G., & Zhai, F. (2012). The ASEAN Economic Community: A General Equilibrium Analysis. *Asian Economic Journal : Journal of the East Asian Economic Association*, 26(2), 93–108. Retrieved from  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1682200](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1682200)
- Pratistha, B. (2012). *Metodologi Penelitian\_final*. Pascasarjana Universitas Muhammadiyah Jakarta.
- Tatang Ary Gumanti (Universitas Negeri Jember ), & Elok Sri Utami. (2002). Bentuk Pasar Efisiensi Dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 4(1), 54–68.
- Wibowo, B. K. (2012). *UNIVERSITAS INDONESIA PENGUJIAN ADAPTIVE MARKETS HYPOTHESIS PADA BURSA EFEK INDONESIA JAKARTA*. Universitas Indonesia.