

EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS

PORTFOLIO MANAGEMENT

OVERVIEW

- Konsep efisiensi pasar membahas tentang bagaimana pasar merespon informasi yang mempengaruhi pergerakan harga sekuritas menuju ke arah keseimbangan baru.
- Pemahaman yang lebih baik mengenai:
 - konsep pasar modal yang efisien;
 - bentuk-bentuk pasar efisien;
 - implikasi pasar efisien.
- Pasar Efisien

“Nilai suatu surat berharga akan sama dengan nilai intrinsiknya”

EMH THEORY

- **Fama (1970):** speed and complete of relevant information incorporated in capital market.
- Degree of efficient:
 1. Weak form
 2. Semi-strong form
 3. Strong form
- Basic concept is investors are rational.

KONSEP PASAR EFISIEN

- Dalam konteks keuangan, konsep pasar yang efisien lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya ***pasar yang efisien*** adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia.
- Informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik **informasi di masa lalu** (misalkan laba perusahaan tahun lalu), maupun **informasi saat ini** (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), serta **informasi yang bersifat sebagai pendapat/opini rasional** yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga.
- Konsep tersebut menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar.

KONDISI UNTUK TERCAPAINYA PASAR EFISIEN

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit.
2. Investor merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas.
3. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah.
4. Informasi yang terjadi bersifat *random*.
5. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

RANDOM WALK THEORY

- Penelitian oleh Maurice Kendall dalam "*The Analysis of Economic Times Series, Part I: Prices*" menyatakan bahwa pola harga saham tidak dapat diprediksi, tampaknya harga saham bergerak secara acak (*random walk*).
- Pada awalnya, hasil penelitian tersebut mengganggu pemikiran para ahli ekonomi keuangan.
- Memang pasar saham banyak dipengaruhi oleh psikologi pasar atau "animal spirit" yang mengikuti aturan yang tidak logis.
- Akhirnya, para ekonom dapat memahami penafsiran hasil studi Kendall tersebut

RANDOM WALK AND EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS

- ❖ An efficient capital market is one in which security prices adjust rapidly to the arrival of new information and, therefore, the current prices of securities reflect all information about the security.
- ❖ Most of the early work related to efficient capital markets was based on the random walk hypothesis, which contended that changes in stock prices occurred randomly.
- ❖ Fama divided the overall efficient market hypothesis (EMH) and the empirical tests of the hypothesis into three subhypotheses depending on the information set involved: (1) weak-form EMH, (2) semistrong-form EMH, and (3) strong-form EMH.

EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS

Fama (1970), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu:

1. Efisien dalam bentuk lemah (*weak form*).

- Semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang.

2. Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*).

- Harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan.

3. Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*).

- Harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dan semua informasi yang dipublikasikan ditambah dengan informasi yang tidak dipublikasikan.

Weak-Form Efficient Market Hypothesis

“Harga saat ini mencerminkan informasi harga dimasa lalu.”

Semistrong-Form Efficient Market Hypothesis

“ Harga tidak saja mencerminkan informasi dimasa lalu dan informasi yang dipublikasikan namun juga semua informasi yang ada”

Strong-Form Efficient Market Hypothesis

“ Harga tidak saja mencerminkan informasi dimasa lalu dan informasi yang dipublikasikan namun juga semua informasi yang tidak dipublikasikan”

TECHNICAL & FUNDAMENTAL ANALYSIS

- Technical analysis focuses on stock price patterns and on proxies for buy or sell in the market
- Fundamental analysis focuses on the determinants of the underlying value of the firm, such as current profitability and growth prospects.
- Because both types of analysis are based on public information, neither should generate excess profits if markets are operating efficiently.

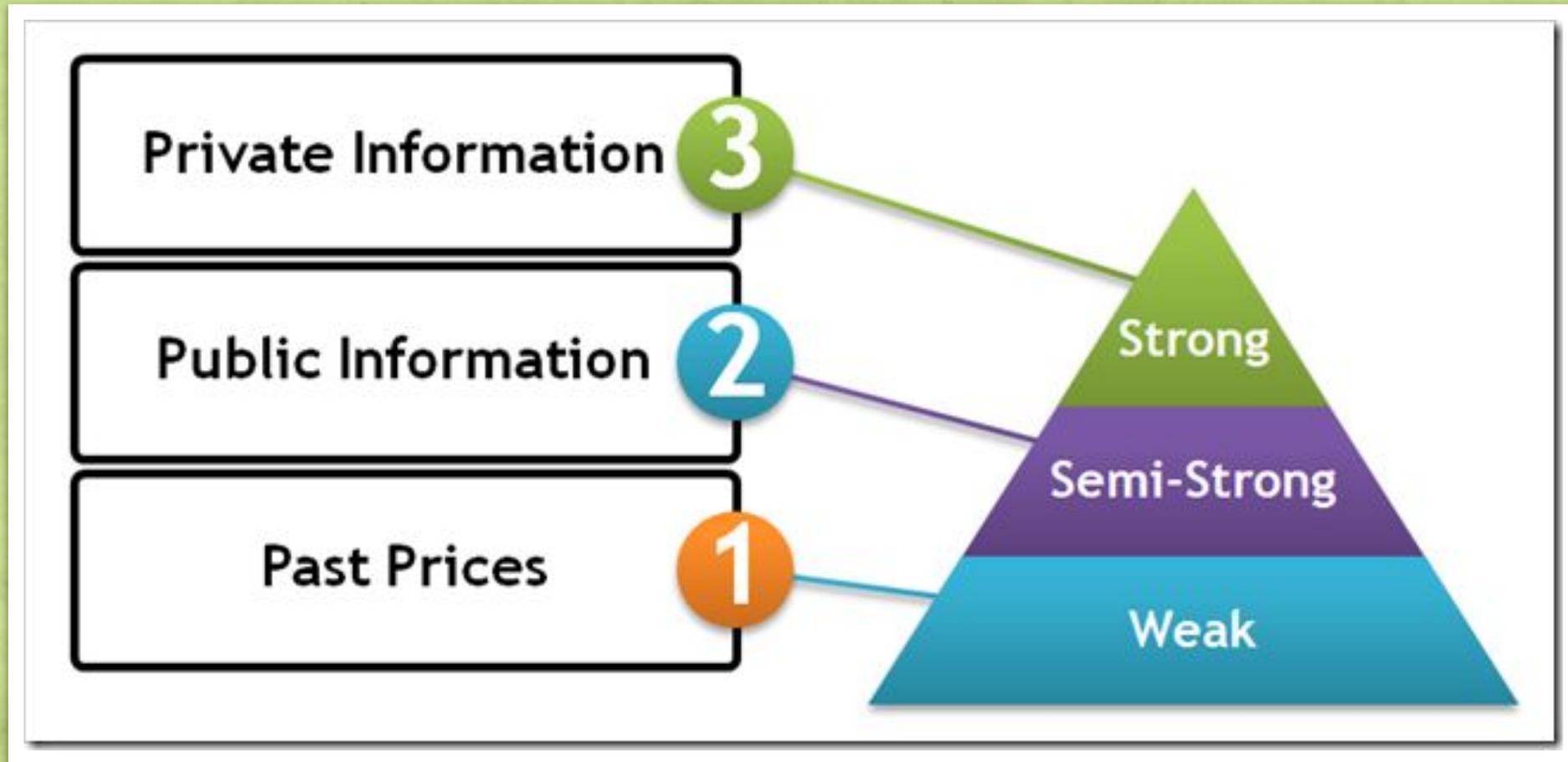
Types of Stock Analysis

- *Technical Analysis* - using prices and volume information to predict future prices.
 - Weak form efficiency & technical analysis
- *Fundamental Analysis* - using economic and accounting information to predict stock prices.
 - Semi strong form efficiency & fundamental analysis

SUMMARY

- The weak-form asserts that all information to be derived from past trading data already is reflected in stock prices.
- The semi-strong form claims that all publicly available information is already reflected.
- The strong-form, which generally acknowledged to be extreme, asserts that all information, including insider information, is reflected in prices.

ILLUSTRATION OF EMH



IMPLICATIONS TO THE MARKET

- Belum semua kaum praktisi pasar modal bisa menerima konsep mengenai pasar yang efisien ini.



- Investor yang percaya bahwa pasar dalam kondisi yang tidak efisien akan menerapkan strategi perdagangan aktif (menggunakan analisis teknikal maupun fundamental).



- Sedangkan bagi investor yang percaya pasar dalam kondisi efisien, akan cenderung menerapkan strategi perdagangan pasif, dengan membentuk portofolio yang bisa mereplikasi indeks pasar.

UNDERSTANDING THE STOCKMARKET # No 1



BULL MARKET: PRICES RISE AND INVESTORS CANT KEEP UP.



BEAR MARKET: PRICES FALL AND INVESTORS CANT GET OUT OF THE WAY.

Behavioral Finance Theory

Teori Perilaku Keuangan



Sejarah

- Profesor Robert J. Shiller dari Universitas Yale
- Richard H. Thaler, seorang profesor ekonomi dan ilmu keperilakuan dari Universitas Chicago
- **Shefrin (2000) mendefinisikan Behaviour Finance adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya. Tingkah laku dari para para pemain saham tersebut dimana Shefrin (2000) menyatakan tingkat laku para praktisi.**
- Nofsinger (2001) mendefinisikan perilaku keuangan yaitu mempelajari bagaimana manusia secara actual berperilaku dalam sebuah penentuan keuangan (a financial setting).
- Tversky dan Kahneman (1974) menyampaikan penilaian pada kondisi ketidakpastian yang bisa menghasilkan heuristik atau bias. Kahneman dan Tversky (1979) dengan teori prospek dan dilanjutkan dengan pada tahun 1992 tentang Teori prospek Lanjutan.
- **Thaler (1985) tentang Mental Accounting**
- Shefrin (1985, 2000) dengan berbagai tulisan untuk pengembangan perilaku keuangan dan sebuah buku Beyond Greed and Fear. Bondt (1998) menguraikan Potrait investor individu. Statman (1995), Golberg dan Nitzsch (1999) dan Forbes (2009) tentang Perilaku Keuangan.



Behavioral Finance: Menurut Shefrin

- Shefrin (2000) mendefinisikan behaviour finance adalah studi yang mempelajari bagaimana fenomena psikologi mempengaruhi tingkah laku keuangannya.
- Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku atau perilaku keuangan (Behaviour Finance)



Focused on

Penelitian perilaku keuangan berfokus pada :

- Bagaimana investor membuat keputusan untuk membeli dan menjual, dan
- Bagaimana mereka memilih antara alternatif.



Market Efficiency

Dua makna :

- Harga sama dengan (fundamental) nilai.
- Anda tidak bisa mengalahkan pasar (maka beli dan tahan).

“Bubble pada akhir 1990-an membuktikan bahwa pasar tidak efisien.”

- Dalam arti bahwa harga sama dengan nilai
- Tapi, Anda bisa memprediksi kapan gelembung akan meledak? Hal ini sangat sulit.



Kesalahan dalam Pengolahan Informasi

Overconfidence :

Sifat overconfidence menyebabkan investor percaya bahwa mereka bisa mengalahkan pasar. mereka yang overconfidence cenderung agresif dalam berinvestasi.

Investor melihat diri mereka sendiri lebih mampu menilai saham dibandingkan kemampuan mereka yang sebenarnya.

Investor cenderung mengukur lebih mampu untuk melakukan forecast dibanding investor lainnya.



Heuristics Representativeness

Sifat heuristik membuat pengambilan keputusan menjadi mudah tetapi cenderung tidak optimal. Contohnya kebiasaan investor jika harus membagi portofolionya menjadi beberapa saham terlalu terdiversifikasi. Kalau terdiversifikasi, jika harga naik, keuntungan yang diperoleh jadi kurang optimal. Selain itu juga lebih sulit mengamati banyak saham dibanding mengamati sedikit saham.

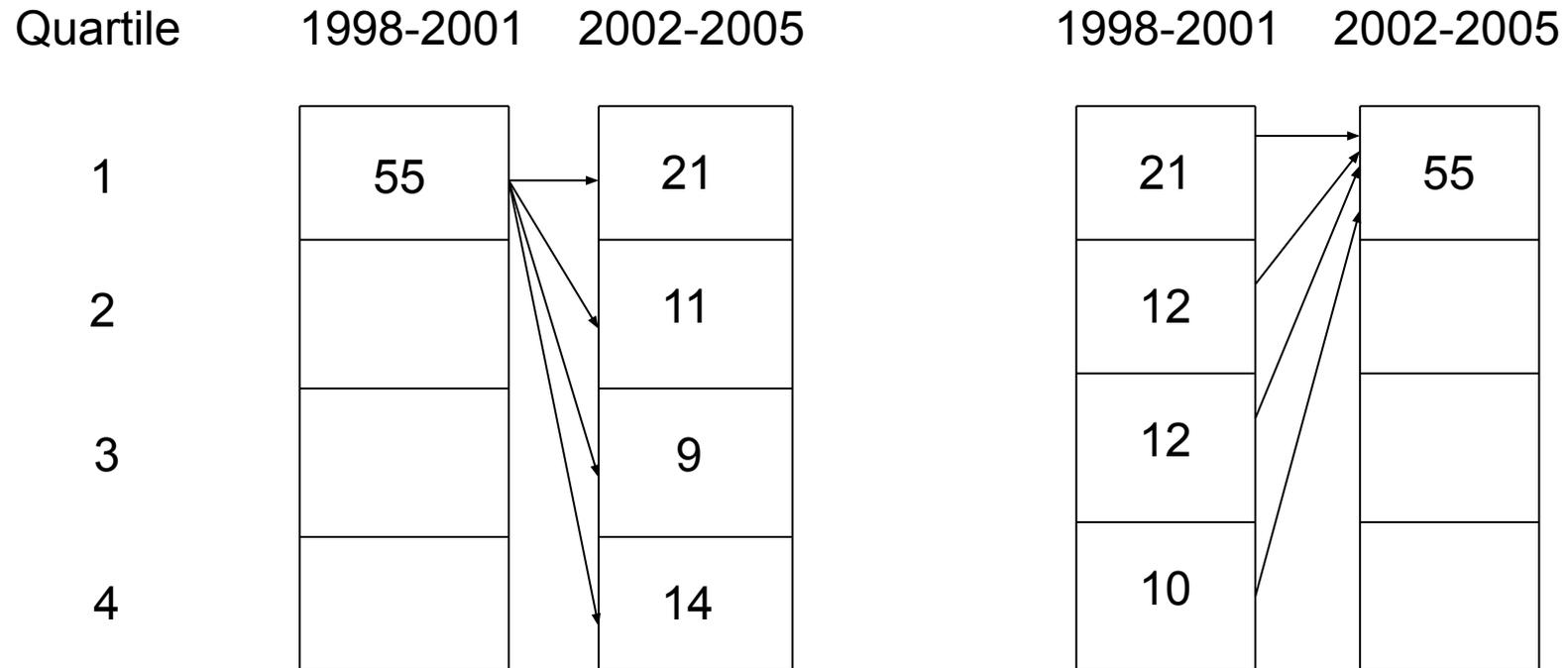
Heuristik membuat orang sering membuat keputusan berdasarkan aturan perkiraan praktis dan logika tidak ketat. (Wikipedia)

Dalam hal tertentu banyak investor percaya kepada perusahaan yang pantas diinvestasikan adalah perusahaan yang memiliki GCG (Good Corporate Governance)



Representativeness

- Performa dari Manajer Portofolio



Behavioral Biases : Loss Aversion

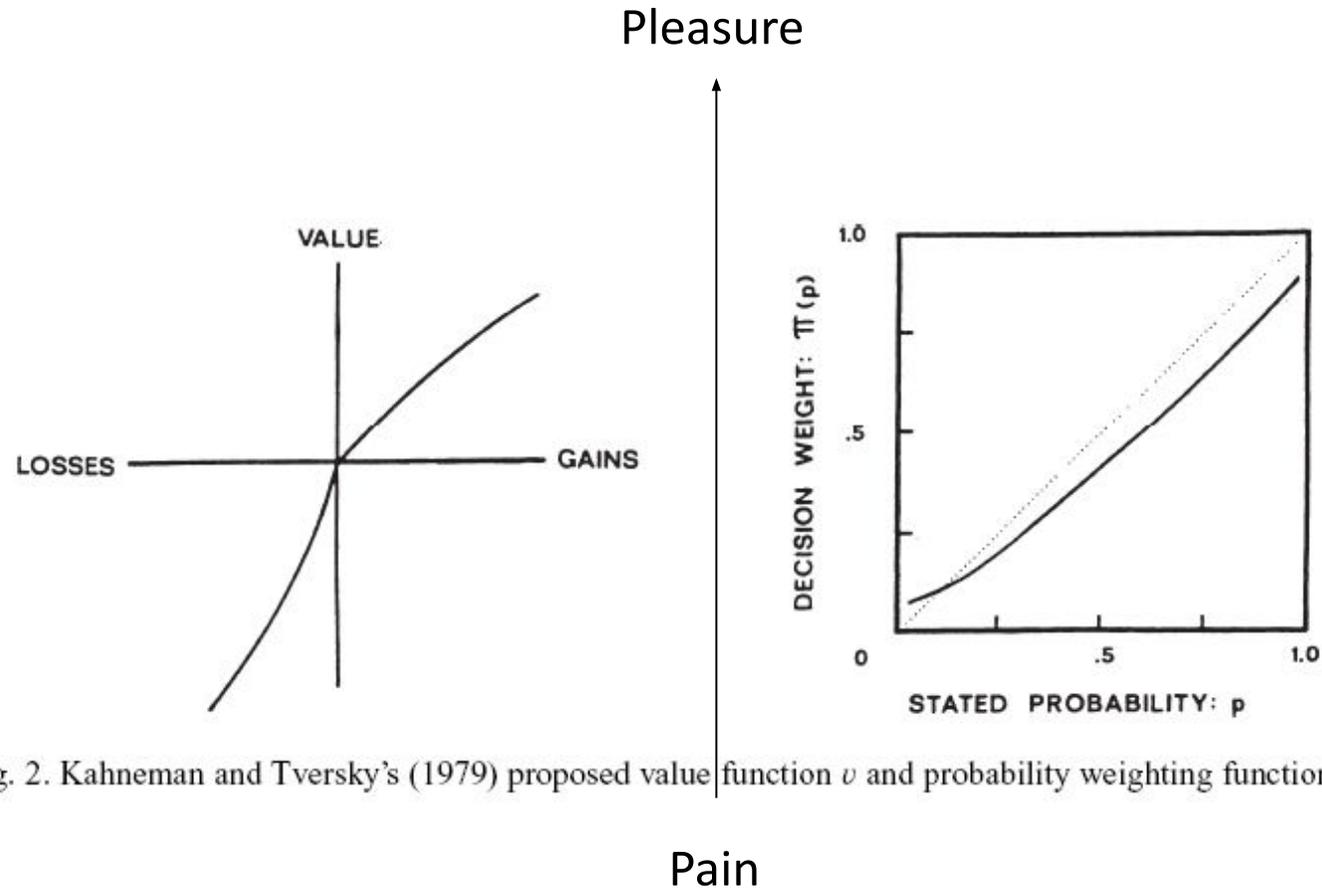


Fig. 2. Kahneman and Tversky's (1979) proposed value function v and probability weighting function π .



Behavioral Biases : Loss Aversion

Investor tidak menyukai kerugian dan sering terlibat dalam olah mental untuk mengurangi dampak psikologis mereka.

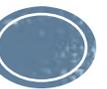
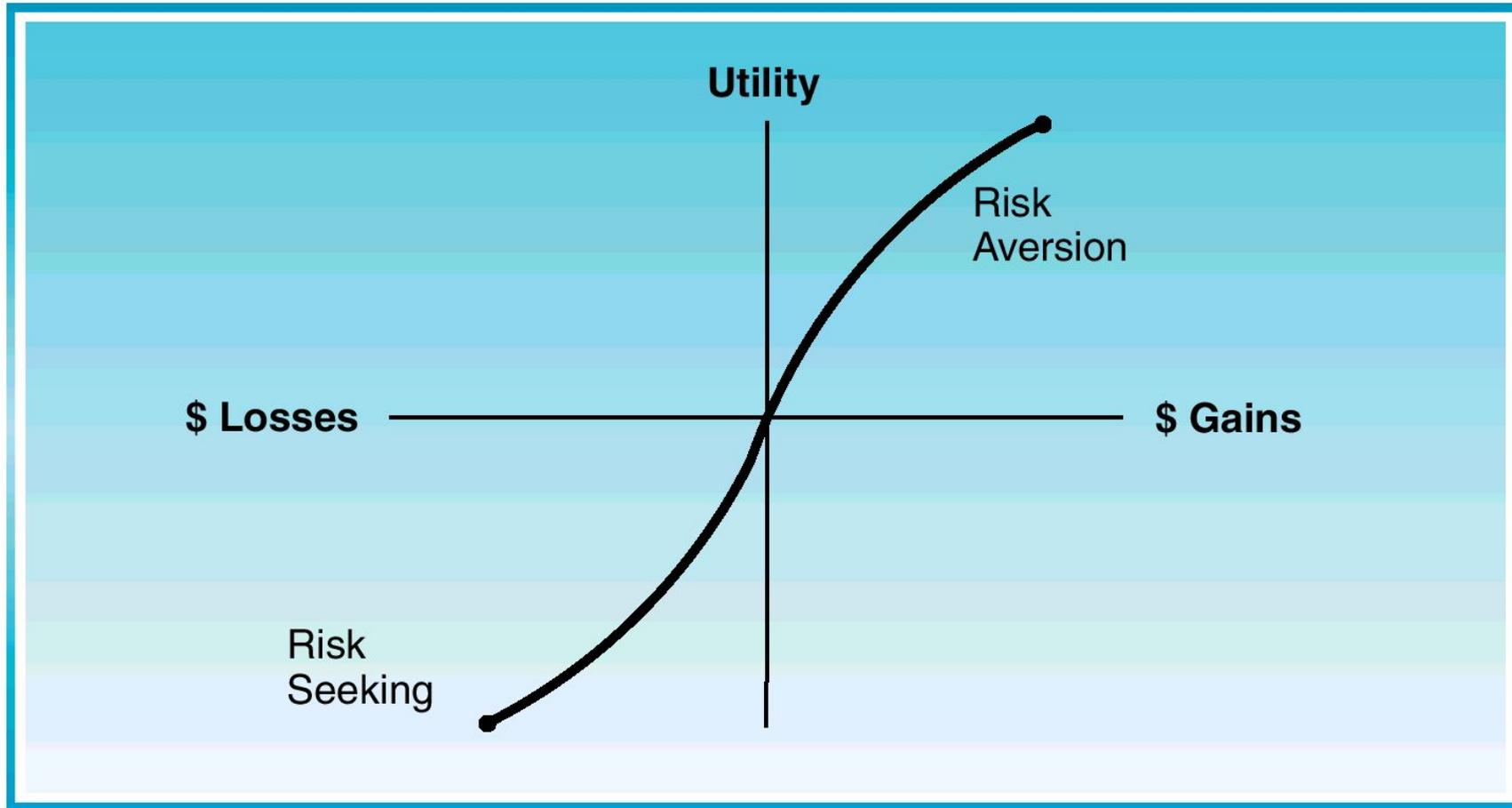
Kecenderungan mereka untuk menjual saham menang daripada kalah saham disebut efek disposisi dalam beberapa literatur perilaku keuangan.



Narrow Framing/Loss Aversion

Framing merupakan pengumpulan anekdot dan stereotip yang membentuk emosional individu mental yang mengandalkan filter untuk memahami dan merespon kejadian.





Myopic Loss Aversion

Investor memiliki kecenderungan untuk terlalu memusingkan banyak dengan fluktuasi harian rutin di pasar.

Meninggalkan sebuah program investasi jangka panjang karena perilaku pasar normal adalah perilaku yang sub optimal.



Anchoring

Keputusan dapat dipengaruhi oleh informasi tidak biasa yang mengandung pendapat subjektif atas permasalahan tersebut. Misalnya, investor akan lebih mengingat harga yang mereka bayar saat membeli saham, dan informasi ini mempengaruhi keputusan mereka untuk berinvestasi.

Setelah meminta pendapat pihak lain, investor cenderung tidak mengubah keputusan mereka, meskipun informasi tersebut sangat relevan.



Prospect Theory

Investor *risk* averse mendapatkan peningkatan utilitas dari tingkat yang lebih tinggi dari kekayaan, tetapi pada level yang menurun.

Penelitian menunjukkan bahwa sementara keengganan menderita risiko secara akurat dapat menggambarkan perilaku investor dengan keuntungan, investor sering menunjukkan perilaku yang mencari risiko mencari ketika mereka menghadapi kerugian.



Mental Accounting: Thaler (1985)

- When people engage in mental accounting, they tend to segment their money into mental “buckets.”
- Examples:
 - Spending regular income differently than bonuses
 - Investing prudently in a retirement account, but taking wild risks with a separate stock account.
 - **“House Money”**

Mental accounting adalah sifat yang merujuk pada kebiasaan investor memisahkan keputusan yang sebenarnya bisa dilakukan secara bersamaan. Misalnya, membuka banyak rekening investasi saham (4 atau 5) untuk tujuan yang berbeda-beda bisa jadi kurang efektif.



Conservatism

Gejala psikologi kognitif lainnya adalah investor juga cenderung konservatif. Sifat konservatif pada beberapa investor membuat mereka terlalu lambat bereaksi terhadap perubahan yang terjadi. Akibatnya, proses harga saham yang seharusnya merefleksikan perubahan harus berjalan secara bertahap. Hal ini menimbulkan pola tertentu pada harga saham dan melahirkan strategi analisis teknikal.



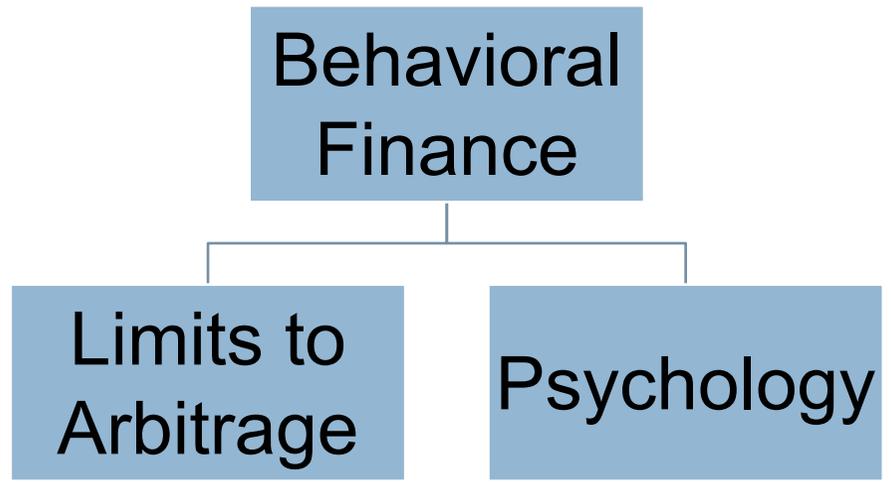
Disposition Effect

Disposition effect merupakan gejala lain dari psikologi kognitif. Disposition effect merujuk pada pola dimana investor cenderung tidak mau mengakui kesalahan. Misalnya ketika dia melakukan kesalahan yang sama dalam trading, tetap mau berhenti atau mengevaluasi. Efek ini menerangkan mengapa pada saat pasar bergairah, volume perdagangan saham melonjak. Tetapi ketika pasar sedang lesu, volume perdagangan menurun.



Behavioral Portfolio





Teori Pendukung

- Quantitative Behavioral Finance

Kuantitatif Perilaku Keuangan, menggunakan metodologi matematika dan statistik untuk memahami bias perilaku. Dalam riset pemasaran, penelitian menunjukkan sedikit bukti bahwa meningkatnya bias dampak pemasaran decisions. Leading kontributor termasuk Gunduz Calginap (Editor Journal of Behavioral Keuangan 2001-2004) dan kolaborator termasuk Vernon Smith Nobelist 2002, David Porter, Don Balenovich, Vladimira Ilieva dan Ahmet Duran, dan Ray Sturm.

- Perilaku teori permainan

Teori permainan Perilaku adalah subjek yang menganalisis keputusan strategis interaktif dan perilaku dengan menggunakan metode teori permainan, ekonomi eksperimental, dan psikologi eksperimental. Percobaan termasuk penyimpangan pengujian dari penyederhanaan khas teori ekonomi seperti aksioma kemerdekaan dan pengabaian altruisme, keadilan, dan meringkai effects. On sisi positif, metode ini telah diterapkan untuk pembelajaran interaktif dan preferensi sosial. Sebagai sebuah program penelitian, subjek merupakan pengembangan dari tiga dekade terakhir. (Wikipedia)



Pendapat Teori

Shefrin (2000) menyatakan ada tiga tema yang dibahas dalam Perilaku Keuangan, dimana tema tersebut dibuat dalam bentuk pertanyaan yaitu:

1. Apakah Praktisi keuangan mengakui adanya kesalahan karena selalu berpatokan kepada aturan yang telah ditentukan (rules of thumb)?
2. Apakah bentuk termasuk inti persoalan (*substance*) mempengaruhi praktisi ?
3. Apakah kesalahan dan kerangka mengambil keputusan mempengaruhi harga yang dibangun? pada pasar ?



Pendapat Teori

Statman (1995) menyatakan bahwa manusianya rational untuk keuangan tradisional dan berpikir normal untuk perilaku keuangan. Sementara Shefrin (2005) menyatakan bahwa perbedaan Perilaku Keuangan dan Keuangan Tradisional ditunjukkan oleh dua persoalan untuk harga aset yaitu: pertama, sentimen, dimana sentiment ini merupakan faktor yang dominan dalam terjadinya harga di pasar untuk Perilaku Konsumen



Pendapat Teori

Adanya faktor psikologi tersebut mempengaruhi berinvestasi dan hasil yang akan dicapai. Oleh karenanya, analisis berinvestasi yang menggunakan ilmu psikologi dan ilmu keuangan dikenal dengan tingkah laku atau perilaku keuangan (*Behaviour Finance*). – Adler Manurung



Conclusion

Penganut teori perilaku (behavioralists) telah memasuki model yang lebih utuh yang dapat memprediksikan masa depan ketimbang hanya menjelaskan, dengan memanfaatkan masa lalu, apa yang dilakukan pasar sebelumnya. Pelajaran terpenting adalah bahwa teori ini tidak menjelaskan bagaimana orang lain bertransaksi di pasar. Melainkan, teori ini mengatakan kepada kita bahwa psikologi menyebabkan penyimpangan harga pasar dan nilai fundamental.

Market tidak se-efisien yang kita pikirkan :

Investor harus mengenali psikologis, dan sifat non-rasional dasar yang alami dimiliki masyarakat.

Investor harus menjaga kondisi over-reactions yang terjadi terhadap market.

Teori perilaku keuangan tidak menawarkan keajaiban investasi, tapi dapat membantu investor melatih dirinya bagaimana mewaspadaai perilaku mereka sendiri. Pada gilirannya, menghindari kesalahan yang akan mengurangi kekayaan pribadi mereka. (Investopedia, disaring IPOTNEWS)





