

**Efisiensi Pasar Modal:
Pasca Diberlakukannya Undang-Undang Nomor 8
Tahun 1995 Tentang Pasar Modal**

**HM Nuh Fadillah
Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada**

Ada tiga bentuk efisiensi pasar modal, yaitu: (1) Efisiensi bentuk lemah, adalah keadaan pasar modal yang harga-harga sahamnya mencerminkan dengan cepat dan tepat informasi masa lalu; (2) Efisiensi bentuk setengah kuat, adalah keadaan pasar modal yang harga-harga sahamnya mencerminkan informasi masa lalu dan informasi yang dipublikasikan; dan (3) Efisiensi bentuk kuat, adalah keadaan pasar modal yang harga-harga sahamnya mencerminkan informasi yang dipublikasikan, dan informasi yang belum dipublikasikan (informasi pribadi).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah harga sekarang atas saham mencerminkan sepenuhnya informasi masa lampau (hipotesis pasar modal efisien bentuk lemah). Ini berarti bila seseorang berdagang saham dengan menggunakan informasi masa lalu, tidak akan memperoleh hasil di atas normal. Di samping itu, penelitian ini menguji anggapan bahwa efisiensi pasar modal dalam keadaan bullish dan ketika pasar modal dalam keadaan normal, maupun bearish adalah sama saja. Penelitian ini diperlukan dengan alasan jika harga saham tidak sepenuhnya mencerminkan dengan cepat dan tepat seluruh informasi relevan yang tersedia, maka harga saham dapat menyesatkan untuk membuat keputusan ekonomi.

Observasi penelitian ini difokuskan pada harga saham mingguan (kurs awal minggu) untuk 45 perusahaan yang go public yang masuk dalam Indeks LQ-45 1997. Periode tahun 1997 adalah periode dimana pasar modal mengalami tiga kondisi sekaligus, yaitu bullish (6 Januari – 19 April 1997), normal (Mei – Juli 1997), dan bearish (4 Agustus – 27 Desember 1997).

Hipotesis yang diajukan adalah: (1) H_1 : Bursa Efek Jakarta belum efisien, dan (2) H_2 : Efisiensi Bursa Efek Jakarta pada saat kondisi bullish, normal, dan pada saat kondisi bearish sama saja. Untuk menguji

hipotesis pertama (H_1) dipergunakan prob-value yang didasarkan pada hasil perhitungan tes randomness dan tes korelasi seri. Tes randomness digunakan bahwa harga saham berubah secara acak, sedangkan tes korelasi seri dihubungkan dengan sifat lain dari pasar modal yang efisien, yaitu bahwa perubahan harga saham tidak mempunyai korelasi. Sedangkan untuk menguji hipotesis kedua (H_2) dipergunakan uji statistik nonparametric, yaitu uji jenjang bertanda Wilcoxon biasa dengan tiga analisis.

Dari hasil tes randomness mendukung hipotesis penelitian (H_1) diterima. Sedangkan dari hasil tes menunjukkan bahwa harga tidak bersifat acak dan tidak ada korelasi antara harga saham.

Sedangkan dari hasil uji jenjang bertanda Wilcoxon mendukung hipotesis penelitian (H_2) ditolak. Dengan kata lain, bahwa efisiensi pasar modal –bentuk lemah– pada saat kondisi bullish, normal, dan pada saat kondisi pasar modal mencapai kondisi bearish adalah berbeda.

Hasil penelitian ini hanya berlaku untuk periode observasi Januari – Desember 1997 serta terbatas pada asumsi dan data yang digunakan. Apabila data yang digunakan adalah data harian atau bulanan meskipun periode observasi, asumsi, dan model yang digunakan sama dengan penelitian ini, maka hasil penelitian akan berbeda. Adapun data yang digunakan data sekunder yang bersifat bulanan yang diperoleh dari harga saham pada akhir bulan.

Kata Kunci: Efisiensi, Pasar modal, pasca diberlakukannya Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

1. Pendahuluan

1.1. Latar Belakang Masalah

Sejak tanggal 2 Januari 1996 yang lalu Indonesia memberlakukan Undang-undang tentang pasar modal, yaitu undang-undang No. 8 Tahun 1995, yang terdiri dari 18 bab dan 116 pasal. Undang-undang tersebut (UU No. 8/1995) merupakan pedoman pokok dalam penyelenggaraan pasar modal di Indonesia dan dikeluarkan oleh pemerintah dengan harapan untuk memberikan landasan yang kokoh bagi pengembangan pasar modal di Indonesia. Di samping itu juga merupakan rangkaian kegiatan untuk memodernisasi pasar modal nasional, sehingga bursa makin dipercaya oleh kalangan bisnis lokal/domestik maupun global/internasional.

Selanjutnya dengan diberlakukannya Undang-undang Pasar Modal tahun 1995, pemerintah bertujuan menyelenggarakan perdagangan Efek yang teratur, wajar dan efisien, sehingga untuk itu bursa efek wajib menyediakan sarana pendukung dan mengawasi kegiatan anggota bursa efek (Undang-undang Pasar Modal tahun 1995, pasal 7, ayat 1 dan 2). Dengan demikian, pemerintah mengharapkan lebih lanjut bahwa melalui efisiensi dan profesionalisme, Bursa Efek Jakarta (BEJ) akan dapat dengan cepat mengikuti perkembangan Pasar Modal Indonesia.

Sejak pasar modal Indonesia diaktifkan kembali pada tahun 1977, yaitu selama kurun waktu 20 tahun, perkembangan pasar modal Indonesia telah meningkat dengan mengesankan. Ini terlihat dari data perdagangan saham, di BEJ menunjukkan nilai transaksi dari tahun ke tahun semakin meningkat. Berdasarkan data, di BEJ pada tahun 1990 rata-rata transaksi per hari baru Rp. 30,00 miliar. Tiga tahun kemudian, nilai transaksi per hari naik menjadi Rp. 77,60 miliar. Sedangkan sampai akhir 1996 lalu transaksi telah mencapai Rp. 362,30 miliar per hari. Ini berarti selama kurun waktu tujuh tahun nilai transaksi per hari telah meningkat sebesar 1.208%, yaitu angka pertumbuhan yang sangat fantastis.

Dari segi perusahaan yang listed, pasar modal Indonesia telah menunjukkan pertumbuhan yang mengesankan sejak akhir tahun 1988, dimana pada tahun 1988 perusahaan yang listed di BEJ baru berjumlah 24 buah dan pada tahun 1992 telah menjadi 153 buah. Sedangkan sampai 3 Desember 1997 lalu perusahaan yang listed di BEJ berjumlah 276 buah, yaitu ada kenaikan sebesar 1.050% selama kurun waktu sembilan tahun.

Demikian pula dari segi Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dimana IHSG bertambah dari 82,52 poin pada permulaan tahun 1988 menjadi 588,76 poin pada akhir tahun 1993. Sedangkan sampai 8 September 1997 lalu IHSG mencapai 600,311 poin, ini berarti ada pertumbuhan sebesar 622,47% selama kurun waktu sembilan tahun.

Khususnya di Indonesia, pengembangan pasar modal tersebut mempunyai misi dan organisasi yang spesifik, karena selain sebagai sumber dana

pembiayaan jangka panjang, juga meliputi tiga aspek mendasar yang mengacu kepada pasal 33 ayat (1) UUD 1945, yaitu bahwa perekonomian disusun sebagai usaha bersama berdasarkan atas azas kekeluargaan. Adapun ketiga aspek tersebut yaitu pertama, untuk lebih meningkatkan minat masyarakat dalam rangka pengerahan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif. Kedua, mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan, dan ketiga, pemerataan pendapatan melalui pemerataan pemilikan saham perusahaan.¹ Di samping itu, pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk mempercepat pembangunan yang sangat penting dalam upaya turut menciptakan pemerataan pendapatan dan hasil-hasil pembangunan.

Di dalam era globalisasi, di mana arus barang modal dan jasa berlangsung dan berpindah-pindah begitu cepat, Indonesia harus tahu bahwa arus-arus tersebut bisa datang dan pergi dari kita setiap saat. Menurut Syahrir² agar Indonesia siap menghadapi tantangan yang menerpa seluruh arus dinamika ekonomi, maka penting untuk memprioritaskan proses pelemagaan ekonomi dalam sistem ekonomi di mana mekanisme pasar semakin berperan. Selanjutnya dikemukakan, bahwa prasyarat utama bagi tatanan yang demikian adalah terbentuknya pasar modal yang efisien dan independen.

Sebuah konsep yang berkenaan dengan teori pasar modal efisien telah diperkenalkan untuk menggambarkan bagaimana mengoperasikan pasar. Adapun konsep yang dimaksud adalah hipotesis pasar efisien (selanjutnya dalam tulisan ini disingkat HPE). Selanjutnya untuk memahami suatu teori harus dimulai dengan memahami definisi yang mendasari teori

¹ Fuad Bawazier, "Tinjauan Terhadap Misi dan Orientasi Pengembangan Pasar Modal di Indonesia", Makalah pada *Seminar Masalah-Masalah Hukum di Pasar Modal Indonesia*, (Yogyakarta: SM FH-UII, Maret 1992), hlm. 9.

² Sjahrir, "Swastanisasi Bursa dan Ekonomi Indonesia", *Dinamika Ekonomi Indonesia 1990-1992*, (Jakarta: Warta Ekonomi, 1992), hlm. 93.

tersebut.³ Oleh karena itu, berikut ini disajikan beberapa pengertian / definisi mengenai HPE dari beberapa penulis bidang akuntansi maupun manajemen keuangan. Di bidang akuntansi, Wyatt mendefinisikan HPE sebagai berikut:⁴

“The efficient market hypothesis (EMH) is that this theory holds that capital markets area efficient in the sense that they process information instantaneously and that prices fully reflect all available information.”

Sedangkan Dyckman mengatakan:⁵

“A securities market is generally defined as efficient if (1) the prices of the securities traded in the market act as though they fully reflect all available information and (2) these prices react instantaneously, or nearly so, and in an unbiased fashion to new information.”

Menurut Mas’ud Machfoedz⁶ pasar efisien dapat didefinisikan sebagai kondisi dari suatu pasar modal di mana harga saham ‘sepenuhnya mencerminkan’ semua informasi yang tersedia. Selanjutnya dikemukakan, bahwa ‘sepenuhnya mencerminkan’ berarti semua informasi dibentuk (*compounded*) dalam harga saham. Sedangkan ‘informasi yang tersedia; dalam teori pasar efisien dapat dikategorikan ke dalam tiga kelompok informasi, yaitu: (1) informasi masa lalu (*historis*); (2) informasi yang dipublikasi; dan (3) informasi yang tidak dipublikasi (*private information*).

Di dalam pasar yang efisien, pemodal mempunyai asumsi bahwa: (1) pemodal tidak bisa mempengaruhi harga; (2) pemodal tidak akan mengalami transaksi dengan penilaian yang terlalu tinggi atau terlalu rendah; (3) pemodal lebih mudah melakukan diversifikasi portofolio,

³ Mas’ud Machfoedz, *Efficient Market Hypothesis and Information Content of Financial Ratios*, Literature Review (School of Accountancy, University of Kentucky, 1993), hlm. 1.

⁴ Arthur R. Wyatt, “Efficient Market Theory: Its Impact on Accounting,” *Journal of Accountancy*, February 1983, hlm. 57.

⁵ Thomas R. Dyckman and Dale Morse, *Efficient Capital Market and Accounting: A Critical Analysis*, Second Edition, (New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986), hlm. 5.

⁶ Mas’ud Machfoedz, op.cit., hlm. 43.

karena dalam pasar modal yang efisien sekuritas bersifat likuid, efek yang diperdagangkan dalam jumlah yang besar baik jenis maupun lembar, harga mencerminkan informasi yang tersedia; (4) harapan pemodal atas pendapatan investasi sebanding dengan tingkat resiko investasi tersebut.

Di samping itu apabila pasar efisien, maka pemodal dan emiten dapat mentaksir harga saham dengan layak (*fair price*). Apabila harga saham layak, maka besarnya pendapatan (*return*) dan resiko (*risk*) tercermin dalam harga. Di dalam teori keuangan, investasi dengan risiko tinggi menjanjikan pendapatan (*return*) yang tinggi. Sebaliknya investasi dengan risiko rendah menjanjikan pendapatan (*return*) yang rendah pula.

Beberapa syarat yang harus dipenuhi agar pasar efisien menurut Suad Husnan⁷ meliputi: (1) tidak ada biaya transaksi; (2) informasi tersedia dengan bebas dan cepat; (3) pemodal mempunyai harapan yang sama (*homogeneous expectation*); (4) pemodal bersikap tidak menyukai risiko (*risk averse*); (5) pembeli dan penjual ada, dan dalam jumlah besar; dan (6) sekuritas tersedia dalam jumlah cukup banyak, dan pemodal dapat melakukan diversifikasi.

Perkembangan pasar modal Indonesia selama periode tahun 1997, mulai bulan Januari sampai Desember, mengalami pasang surut. Pertama ketika pasar modal sedang *bullish*⁸ yaitu ditengarai dalam bulan Januari sampai April 1997. Kedua pasar modal ditengarai dalam keadaan normal, mulai bulan Mei sampai dengan Juli 1997. ketiga pasar modal ditengarai dalam kondisi *bearish*⁹

Bagaimanapun kondisi pasar –apakah *bullish*, *bearish*, maupun normal– akan mempengaruhi permintaan akan saham. Di dalam hal ini, permintaan akan saham menguat selama pasar *bullish*, dan sebaliknya

⁷ Su'ad Husnan, "Efisiensi Pasar Modal di Negara-Negara Sedang Berkembang," *Majalah Manajemen & Usahawan Indonesia*, September 1987, No. 8 Th. XVI, hlm. 41.

⁸ *Bullish market* adalah pasar yang sedang menguat oleh karena kondisi perekonomian yang sehat, industri dan perdagangan tumbuh pesat, pendapatan meningkat, dan masyarakat menaruh harapan yang tinggi pada masa depan mereka, serta banyak melakukan investasi.

⁹ *Bearish market* adalah pasar yang sedang melemah, karena kondisi perekonomian yang sedang lesu, pada saat resesi, atau peredaran uang yang agak tersendat akibat kebijakan uang ketat (*tight money policy*)

permintaan saham melemah selama pasar *bearish*. Selanjutnya dengan berubahnya kondisi pasar setiap saat apa juga akan mempengaruhi efisiensi pasar modal? Hal ini masih merupakan tanda tanya yang ingin diteliti.

1.2. Tujuan Penelitian

- a. Untuk memperoleh data empirik mengenai apakah efisiensi pasar modal dibutuhkan dan bermanfaat bagi pemodal
- b. Untuk mengetahui valid tidaknya HPE di Indonesia
- c. Untuk menguji anggapan bahwa pasar modal dalam keadaan *bullish* berbeda dengan dalam keadaan normal dan *bearish*.

1.3. Hipotesa

Sesuai dengan masalah yang dikemukakan dan tujuan yang ingin diketahui, maka hipotesa penelitian yang dikemukakan di sini adalah sebagai berikut:

- a. “Bursa Efek Jakarta (BEJ) efisien”
- b. “Efisiensi pasar modal pada setiap kondisi (*bullish*, normal dan *bearish*) adalah saling berbeda.”

2. Tinjauan Pustaka

a. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal yang dalam istilah asing disebut capital market, pada hakekatnya ialah suatu kegiatan yang mempertemukan penjual dan pembeli dana. Dana yang diperjualbelikan itu dipergunakan untuk jangka panjang guna menunjang pengembangan usaha. Tempat penawaran atau penjualan dana ini dilaksanakan dalam satu lembaga resmi yang dinamakan “Bursa Efek”.

Pengertian pasar modal dalam arti lain juga menyangkut semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit, termasuk saham-saham, obligasi, pinjaman berjangka, hipotik, tabungan, dan deposito berjangka. Sebagai pasar yang terorganisir yang memperdagangkan saham-saham dan obligasi, pasar modal ditunjang oleh lembaga-lembaga lain seperti *trader* (pedagang), komisioner, *underwriter* (penjamin emisi), notaris, akuntan publik, konsultan hukum, dan sebagainya.

Dalam arti yang luas, pasar modal merupakan kebutuhan sistem keuangan yang terorganisir termasuk bank-bank dan semua perantara di bidang keuangan serta surat-surat kertas berharga, jangka panjang dan jangka pendek, primer dan yang tidak langsung. Dalam arti yang lebih sempit, pasar modal merupakan tempat yang terorganisir untuk memperdagangkan saham dan obligasi dengan menggunakan jasa para penunjang pasar modal. Penunjang pasar modal antara lain: penjamin, pialang, dan pedagang efek.

Di dalam pasal 1 Undang-undang nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, tertanggal 10 November 1995 diatur bahwa yang dimaksud “Pasar Modal” adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Dengan demikian “pasar modal” merupakan pasar atau usaha perdagangan efek-efek.

b. Kebijakan Pemerintah di Bidang Pasar Modal

Pasar modal yang diyakini sebagai wahana penghimpun dana jangka panjang akan merupakan alternatif sumber pembiayaan bagi perusahaan swasta, BUMN, maupun perusahaan daerah. Pemerintah telah melakukan berbagai upaya agar pasar modal benar-benar dapat menjadi media bagi dunia usaha untuk memperoleh sumber-sumber pembiayaan dan media bagi para investor untuk melakukan investasi yang menarik.

Di dalam lima tahun pertama, pemerintah telah mendorong pertumbuhan pasar modal melalui pemberian berbagai fasilitas perpajakan kepada para perusahaan yang *go public*, investor dan para lembaga penunjang pasar modal, termasuk para perantara perdagangan efek dan PT. Danareksa yang mempunyai multi fungsi diantaranya sebagai *investment trust*, *underwriter*, perantara perdagangan efek, dan pedagang efek. Setelah berjalan lima tahun, fasilitas tersebut dihapuskan dengan diberlakukannya undang-undang pajak yang baru yang diundangkan pada tanggal 31 Desember 1983. Setelah berjalan empat tahun sejak diberlakukannya undang-undang perpajakan tersebut, pemerintah kembali mendorong pengembangan pasar modal berupa pemberian kemudahan yang sifatnya non-tax seperti yang dituangkan dalam serangkaian paket kebijaksanaan 23 Desember 1987 (Pakdes I 1987), paket kebijaksanaan 27 Desember 1988 (Pakto 1988), dan paket kebijaksanaan 20 Desember 1988 (Pakdes II 1988). Kemudahan-kemudahan antara lain adalah sebagai berikut:

- a. Penyederhanaan persyaratan emisi
- b. Kesempatan bagi investor asing
- c. Kesempatan untuk menerbitkan saham atau unjuk
- d. Dibukanya Bursa Paralel (*over the counter*)
- e. Penyederhanaan prosedur perdagangan di bursa
- f. Penciptaan keadaan yang lebih berimbang antara pasar modal dan perbankan
- g. *Legal lending limit*
- h. Persyaratan minimum pendirian bank
- i. Kesempatan untuk membuka bursa swasta
- j. Sistem pendaftaran perusahaan (*company listed*)
- c. Efisiensi Pasar Modal

Menurut Mas'ud Machfoedz¹⁰ untuk memahami teori pasar modal efisien harus dimulai dengan memahami definisi teori tersebut secara tepat. Hal

¹⁰ Mas'ud Machfoedz, op.cit., hlm. 1.

ini sangat beralasan, karena menurut Suad Husnan¹¹ istilah pasar modal yang efisien sering dipergunakan dengan arti atau maksud yang berbeda-beda. Sebagai misal, pasar modal yang efisien mungkin diartikan sebagai pasar yang bisa menyediakan jasa-jasa yang diperlukan oleh para pemodal dengan biaya yang minimal. Pengertian ini banyak digunakan oleh para pelaku di bursa efek (seperti pialang, pengelola bursa dan sebagainya). Pihak lain mungkin menggunakan pengertian yang berbeda.

Di dalam penelitian ini, pasar modal yang efisien dikaitkan dengan informasi yang tersedia bagi para pemodal (efisien secara informasional). Istilah pasar modal yang efisien telah didefinisikan dalam banyak cara, tetapi barangkali yang paling sederhana, bahkan masih sangat umum, definisi yang oleh Wyatt:

“The efficient market hypothesis (EMH) is that this theory holds that capital markets area efficient in the sense that they process information instantaneously and that prices fully reflect all available information.”

Sedangkan Dyckman mengatakan:¹²

“A securities market is generally defined as efficient if (1) the prices of the securities traded in the market act as though they fully reflect all available information and (2) these prices react instantaneously, or nearly so, and in an unbiased fashion to new information.”

Menurut Mas’ud Machfoedz¹³ efisiensi pasar modal dapat diartikan dalam tiga cara, yaitu: (1) efisiensi (intern) operasional pasar modal, yang berarti bahwa para pembeli dan para penjual sekuritas dapat membeli transaksi, jasa dan harga serendah mungkin, pemberian biaya berhubungan dengan jasa yang diberikan; (2) efisiensi (ekstern) harga, yang mana secara implisit bahwa harga pada beberapa keadaan waktu dikatakan

¹¹ Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Pertama, (Yogyakarta: UPP-AMP YKPN, 1993), hlm. 213.

¹² Thomas R. Dyckman and Dale Morse, *Efficient Capital Market and Accounting: A Critical Analysis*, Second Edition, (New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986), hlm. 5.

¹³ Mas’ud Machfoedz, *op.cit.*, hlm. 2.

‘mencerminkan sepenuhnya’ semua informasi yang tersedia yang relevan guna menentukan harga; dan (3) efisiensi alokasi, yang berarti bahwa pasar modal menentukan harga sekuritas dan karakteristik operasi yang mendorong modal ekonomi mengalir ke perseorangan, perusahaan, dan organisasi dengan lebih menjanjikan kesempatan investasi nyata. Selanjutnya dikatakan bahwa yang konsisten dengan istilah yang digunakan oleh Fama (1970) adalah efisiensi (ekstern) harga, yaitu pasar modal dikatakan efisien apabila harga saham ‘mencerminkan sepenuhnya’ informasi yang tersedia.

Dari definisi-definisi di atas dapat disimpulkan bahwa dalam HPE, pasar dikatakan efisien jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia. Berdasarkan pengertian tersebut dapat diketahui adanya dua unsur pokok yang merupakan ciri pasar modal efisien, yaitu: (1) tersedianya informasi yang relevan, dan (2) harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru.

5. Metode Penelitian

a. Pembatasan Penelitian

Di dalam penelitian ini terdapat beberapa batasan. Adapun beberapa aspek yang dibatasi meskipun termasuk sebagai komponen atau unsur pasar modal namun tidak dibahas adalah sebagai berikut:

a. Bursa saham yang diobservasi

Pasar modal di Indonesia saat ini telah memiliki tiga bursa utama, yaitu: (1) Bursa Efek Jakarta (BEJ); (2) Bursa Efek Surabaya (BES); dan (3) Bursa Paralel Indonesia (BPI). Di dalam penelitian ini dibatasi pada BEJ, dengan alasan BEJ merupakan bursa efek Indonesia pertama dan terbesar serta mempunyai lokasi yang strategis, yaitu di pusat kegiatan ekonomi Indonesia.

b. Periode Observasi

Periode dalam penelitian ini dibagi menjadi tiga periode:

- 1) Periode 6 Januari – 19 April 1997 (periode ketika pasar *bullish*)
- 2) Periode 1 Mei – 31 Juli 1997 (periode ketika pasar dalam kondisi normal)
- 3) Periode 4 Agustus – 27 Desember 1997 (periode ketika pasar dalam kondisi *bearish*)

c. Pemilihan perusahaan sebagai sampel

Sampai akhir Desember tahun 1997 jumlah perusahaan yang *go public* dan menerbitkan saham sebanyak 276 perusahaan. Di dalam penelitian ini sampel ditentukan sebanyak 45 perusahaan yang *go public* (saham), yaitu saham masuk dalam Indeks LQ-45. Besarnya jumlah sampel tersebut ditentukan dengan alasan bahwa hanya saham aktif yang diperdagangkan di BEJ saja yang akan dapat masuk dalam daftar Indeks LQ-45.

d. Bentuk efisiensi pasar modal yang diobservasi

Efisiensi pasar modal menurut teori keuangan dikelompokkan menjadi tiga bentuk yaitu:

- 1) Bentuk lemah
- 2) Bentuk semi kuat
- 3) Bentuk kuat

Di dalam penelitian ini hanya dibatasi pada efisiensi pasar modal bentuk lemah, dengan alasan: pertama, efisiensi bentuk lemah adalah merupakan bentuk yang paling dasar pada efisiensi pasar modal di negara-negara berkembang seperti Indonesia; dan kedua, menurut taksiran peneliti adalah tingkat yang paling mungkin dimiliki oleh BEJ.

e. Harga saham yang diteliti

Di dalam pasar modal Indonesia dikenal dua harga sekuritas, yaitu: (1) harga di pasar perdana; dan (2) harga di pasar sekunder. Di dalam penelitian ini dibatasi pada harga saham di pasar sekunder, dengan alasan bahwa di pasar sekunder para pemodal dapat melakukan transaksi

investasi, sedangkan di pasar perdana umumnya hanya diperuntukkan bagi emiten dan penjamin.

f. Alat pengujian

Menurut Fama (1970) ada tiga model untuk menguji efisiensi pasar modal, yaitu: (1) model *fair game*, (2) model *submartingale*, dan (3) model *random-walk*, dengan alasan karena model ini biasa digunakan untuk menguji efisiensi bentuk lemah. Selanjutnya dikemukakan bahwa teori *random-walk* yang berlaku untuk saham mempunyai dua karakteristik yaitu pertama, urutan perubahan harga independen satu sama lain; dan kedua, perubahan harga menyesuaikan diri dengan distribusi probabilitas. Adapun untuk menguji ketergantungan (*dependence*) ada tiga pendekatan atau alat uji yang dapat dipakai, yaitu: (1) tes runtun (*runs test*); (2) tes korelasi seri (*autocorrelated series*); dan (3) tes filter (*filter rule test*). Di dalam penelitian ini tidak semua alat uji digunakan, tapi hanya tes statistik yaitu tes runtun dan tes korelasi. Sedangkan menguji beda jenjang antara tiga pengamatan (*bullish*, normal, dan *bearish*) dapat dilakukan melalui berbagai cara analisis, antara lain (1) uji beda jenjang amatan ulangan Friedman (cara yang paling sederhana); (2) uji Wilcoxon Sign Test dengan satu kali analisis; dan (3) uji Wilcoxon Sign Test biasa dengan tiga analisis. Di dalam penelitian ini tidak semua alat uji digunakan, tapi hanya menggunakan satu alat uji, yaitu uji Wilcoxon Sign Test biasa dengan tiga kali analisis.

g. Interval waktu

Di dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data mingguan (awal minggu).

b. Penelitian Terdahulu

Penelitian yang berhubungan dengan efisiensi pasar modal di Indonesia telah beberapa kali dilakukan, diantaranya:

- a. Unggul Widayat, periode yang diobservasi 1980-1983, dengan kesimpulan bahwa pasar modal di Indonesia untuk periode yang diobservasi menunjukkan kondisi belum efisien sekalipun bentuk lemah.
- b. Suad Husnan, periode observasi 1983-1986, dengan kesimpulan bahwa bursa efek di Indonesia belum efisien sekalipun dalam bentuk lemah demikian pula dalam bentuk semi kuat.
- c. Suad Husnan, periode observasi 1989 dan 1992, dengan kesimpulan bahwa pasar tampak tidak menunjukkan efisiensi bentuk semi kuat.
- d. Herman Legowo, periode observasi 1989 (pada saat pasar modal dalam kondisi *bullish*) dan 1992 (pada saat pasar modal dalam kondisi normal), dengan kesimpulan bahwa pasar modal (BEJ) menunjukkan efisiensi pada saat kondisi *bullish* dan pada saat kondisi normal.
- e. Dwi Maryani, periode observasi 1995 (sebelum diberlakukannya UUPM) dan 1996 (setelah diberlakukannya UUPM), dengan kesimpulan bahwa pasar modal (BEJ) tidak tampak menunjukkan efisiensi bentuk lemah dan ada perbedaan efisiensi pada saat sebelum diberlakukannya UUPM dan pada saat setelah diberlakukannya UUPM.

c. Sumber data dan pengumpulan data

Di dalam penelitian ini data yang diperlukan sebagian besar diperoleh dari BAPEPAM dan/atau BEJ. Data yang diperoleh dari BAPEPAM/BEJ adalah harga saham mingguan periode tahun 1997, dari tanggal 6 Januari – 27 Desember 1997. Selain dari BAPEPAM/BEJ, data yang diperlukan diperoleh dari beberapa referensi yang ada kaitannya dengan pasar modal, seperti Almanak Pasar Modal, Majalah Business News, majalah PPUE Uang & Efek, majalah Pasar Modal, Jurnal Pasar Modal Indonesia, Jurnal Ekonomi Indonesia dan sebagainya.

d. Pengolahan data

H₁ penelitian ini dihubungkan dengan ciri efisiensi pasar modal bentuk lemah, yaitu bahwa harga sekarang atas saham mencerminkan dengan

cepat dan tepat informasi relevan masa lalu. Harga saham periode lalu tidak dapat digunakan untuk meramal harga saham saat ini. Dengan demikian harga berpola acak dan independen satu sama lain. Jadi menguji pasar modal berarti menguji ketergantungan. Oleh karena itu digunakan dua alat uji, yaitu:

a. Tes runtun (*runs test*)

Tes runtun adalah urutan perubahan harga untuk satu tanda. Di dalam hal ini, untuk harga saham mempunyai tiga jenis perubahan, sehingga jenis runtun juga ada tiga. Perubahan harga saham bisa naik (dengan notasi +), turun (dengan notasi -), dan tetap (dengan notasi o). Notasi atau tanda perubahan harga saham ini merupakan variabel dalam tes keacakan. Alat uji keacakan digunakan untuk menguji apakah perubahan harga saham perusahaan sampel bersifat acak (random) atau tidak.

b. Tes korelasi seri (*autocorrelated series*)

Tes ini digunakan untuk mengetahui kuat lemahnya hubungan antara harga saham periode t dengan periode sebelumnya. Harga saham periode $t = y_t$ merupakan variabel tidak bebas, dan harga saham sebelumnya $= x_t$ merupakan variabel bebas. Untuk menguji ada tidaknya korelasi harga saham periode t dengan periode sebelumnya digunakan hipotesis statistik sebagai berikut: “ H_0 . Tidak ada korelasi antara perubahan harga saham”.

6. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan uraian dalam bab-bab sebelumnya, maka peneliti dapat menyimpulkan sebagai berikut:

a. Di dalam tes keacakan (*randomness*) diketahui bahwa baik pada periode *bullish* (6 Januari – 19 April 1997), pada periode normal (Mei – Juli 1997) harga saham di pasar modal tidak berpola acak. Apabila sampel representatif terhadap populasi, maka dapat dikatakan efisiensi pasar

modal bentuk lemah periode 1997 (6 Januari – 27 Desember 1997) harga saham di pasar modal tidak berpola acak. Apabila sampel representatif terhadap populasi, maka dapat dikatakan efisiensi pasar modal bentuk lemah periode 1997 (6 Januari – 27 Desember) valid di Indonesia. Apabila sampel dapat dianggap mewakili populasi yang ada (sampel representatif terhadap populasi), maka dapat dikatakan bahwa efisiensi pasar modal yang semua efisien bentuk lemah, kemungkinan telah mulai ada peningkatan menjadi efisien bentuk setengah kuat.

b. Sedangkan hasil tes korelasi seri dalam penelitian ini menunjukkan bahwa sampel tidak mendukung harga independen satu sama lain, baik pada saat *bullish*, normal, maupun pada saat *bearish*. Oleh karena sifat lain dari pasar modal yang efisien adalah tidak ada korelasi antara perubahan harga saham sebelumnya atau sesudahnya dan independensi menurut teori random-walk merupakan salah satu ciri pasar modal efisien, maka hasil tes ini tidak mendukung kesimpulan utama.

c. Sedangkan hasil uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa efisiensi pasar modal –bentuk lemah– pada saat kondisi *bullish*, pada saat kondisi normal, dan pada saat *bearish* adalah berbeda. Perbedaan tersebut perlu diteliti lebih lanjut, apakah pada saat pasar modal dalam kondisi *bullish* lebih efisien dari pada saat pasar modal dalam kondisi normal atau *bearish* dan/atau sebaliknya.

Kesimpulan ini hanya berlaku terbatas pada asumsi dan data yang digunakan dalam penelitian ini. Jika data yang digunakan adalah data harian atau bulanan meskipun periode observasi, asumsi, dan model yang digunakan sama dengan penelitian ini, maka hasil penelitian akan berbeda dengan hasil penelitian ini. Di dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersifat mingguan yang diperoleh dari harga saham pada akhir awal minggu.

Kepustakaan

- Bawazier, Fuad, "Tinjauan Terhadap Misi dan Orientasi Pengembangan Pasar Modal di Indonesia", Makalah pada *Seminar Masalah-Masalah Hukum di Pasar Modal Indonesia*, Yogyakarta: SM FH-UII, Maret 1992.
- Dyckman, Thomas R., and Dale Morse, *Efficient Capital Market and Accounting: A Critical Analysis*, Second Edition, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986.
- Fama, Eugene F., "The Behaviour of Stock Market Prices," *Journal of Business*, January 1965. pp. 35-105.
- _____, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 1970. pp. 383-416
- Husnan, Su'ad, "Efisiensi Pasar Modal di Negara-Negara Sedang Berkembang," *Majalah Manajemen & Usahawan Indonesia*, September 1987, No. 8 Th. XVI.
- _____, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Pertama, Yogyakarta: UPP-AMP YKPN, 1993.
- Machfoedz, Mas'ud, *Efficient Market Hypothesis and Information Content of Financial Ratios*, Literature Review, School of Accountancy, University of Kentucky, 1993.
- Sjahrir, "Swastanisasi Bursa dan Ekonomi Indonesia", *Dinamika Ekonomi Indonesia 1990-1992*, Jakarta: Warta Ekonomi, 1992.
- Wyatt, Arthur R., "Efficient Market Theory: Its Impact on Accounting," *Journal of Accountancy*, February 1983.