

1.a.2/c/5

ISSN 1979-3650

# JURNAL MANAJEMEN TEORI DAN TERAPAN

Tahun 1. No. 3., Desember 2008

<i>Bank Industry Openness in Indonesia: Control of Agency Problems</i> <i>Putu Anom Mahadwartha</i>	191
<i>Event Study: Pengumuman Laba terhadap Reaksi Pasar Modal</i> <i>(Study Empiris, Bursa Efek Indonesia 2004-2006)</i> <i>Binsar I. K. Telaumbanua dan Sumiyana</i>	206
<i>Leverage Keuangan dan Likuiditas Saham Perusahaan</i> <i>Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta</i> <i>I Made Sudana dan Nurul Intan</i>	228
<i>Pengujian Efisiensi dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah</i> <i>Bursa Efek Indonesia pada Saat dan Sesudah Krisis Moneter</i> <i>pada Saham-saham LQ-45</i> <i>Ibnu Khajar</i>	245
<i>Pengaruh Brand Association terhadap Consumer Response pada</i> <i>Produk Louis Vuitton di Surabaya</i> <i>Angela Stephani, Indarini, Christina Rahardja Honantha</i>	266
<i>Pengaruh Harga, Reputasi, Kualitas Jasa, Promosi, Keterpaksaan</i> <i>Berpindah, dan Rekomendasi pada Perilaku Nasabah Berpindah Bank</i> <i>Pursetyaningsih</i>	287

## JURNAL MANAJEMEN TEORI DAN TERAPAN

### Penanggung Jawab

Ketua Departemen Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga

### Pemimpin Redaksi

Fitri Ismiyanti

### Redaksi Pelaksana

Ahmad Rizki Sridadi

### Dewan Redaksi

Sri Gunawan

Nuri Herachwati

### Mitra Bestari

Marwan Asri (Univ. Gadjah Mada)  
B.M. Purwanto (Univ. Gadjah Mada)  
P. A. Mahadwartha (Univ. Surabaya)  
Wisnu Prajogo (STIE YKPN)  
Ning Gao (University of Hongkong)  
Hartono (Univ. Sebelas Maret)

D. Wahyu Ariani (Atmajaya Yogyakarta)  
Siti Sulasmi (Univ. Airlangga)  
lin Mayasari (Univ. Paramadina)  
Yuanto Kusnadi (City Univ. of Hongkong)  
Hermeindito K. (Unika Widya Mandala)

### Alamat Redaksi

Departemen Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Airlangga  
Jalan Airlangga no. 4 Surabaya 60286 dengan Telp (031) 5053155.  
Email: fitri\_ismi@yahoo.com/jmtt@fe.unair.ac.id

Jurnal Manajemen Teori dan Terapan (JMTT) diterbitkan oleh Departemen Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga secara berkala tiga kali dalam setahun pada April, Agustus, dan Desember. JMTT bertujuan untuk menyebarkan hasil penelitian dibidang ekonomi, manajemen, dan bisnis kepada para akademisi, praktisi, mahasiswa, dan pihak yang berminat.

JMTT menerima kiriman artikel yang ditulis dalam bahasa Indonesia maupun dalam bahasa Inggris. Penulis harus menyatakan bahwa artikel yang dikirim ke JMTT tidak dikirim atau dipublikasikan dalam jurnal yang lain. Penentuan artikel yang dimuat dalam JMTT melalui proses *blind review* oleh mitra bestari JMTT dengan mempertimbangkan antara lain: terpenuhinya persyaratan baku publikasi jurnal, metode riset yang digunakan, signifikansi, dan kontribusi hasil penelitian terhadap pengembangan profesi dan pendidikan manajemen.

## PEDOMAN PENULISAN ARTIKEL

Berikut ini adalah pedoman penulisan artikel Jurnal MANAJEMEN TEORI DAN TERAPAN yang diharapkan jadi pertimbangan bagi penulis:

1. Artikel diketik sepanjang tidak lebih dari 6.000 kata atau antara 15-16 halaman (huruf Century Gothic 10) pada halaman kertas A4.
2. Marjin halaman atas, bawah, kanan, dan kiri 1" dan jarak 1,5 spasi.
3. Sistematika pembahasan dalam artikel setidaknya terdiri dari bagian-bagian sebagai berikut:

### **Judul**

### **Nama Penulis**

### **Jabatan dan Alamat Korespondensi Penulis**

**Abstrak** disajikan di awal teks dan maksimal 200 kata dalam Bahasa Inggris. Abstrak diikuti dengan sedikitnya empat kata kunci (*keywords*).

**Pendahuluan** menguraikan latar belakang (motivasi) penelitian, rumusan masalah penelitian, pernyataan tujuan, dan (jika dipandang perlu) organisasi penulisan artikel.

**Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis** (jika ada) memaparkan kerangka teoritis berdasarkan telaah literatur yang menjadi landasan logis untuk mengembangkan hipotesis atau proposisi penelitian dan model penelitian (jika dipandang perlu).

**Metode Penelitian** memuat metode seleksi dan pengumpulan data, pengukuran dan definisi operasional variabel, dan metode analisis data.

**Hasil dan Pembahasan** memuat hasil analisis penelitian dan pembahasan hasil penelitian.

**Simpulan** berisi pembahasan mengenai temuan dan simpulan penelitian.

**Daftar Referensi** memuat sumber-sumber yang dikutip dalam penulisan artikel. Hanya sumber yang diacu yang dimuat di daftar referensi ini.

4. Kutipan langsung yang panjang (lebih dari 3,5 baris) diketik dengan jarak baris satu dengan *indented style* (bentuk berinden).
5. Semua halaman termasuk lampiran dan referensi harus diberi nomor urut halaman.
6. Setiap tabel atau gambar diberi nomor urut, judul, dan sumber (bila relevan). Judul tabel ditulis di atas tabel sedangkan judul gambar ditulis di bawah gambar. Sumber gambar/tabel ditulis di bawah gambar/tabel.
7. Kutipan dalam teks sebaiknya ditulis di antara kurung buka dan kurung tutup yang menyebutkan nama akhir penulis, tahun tanpa koma, dan nomor halaman jika dipandang perlu.

Contoh:

- a. Satu sumber kutipan dengan satu penulis (Miller 1977). Jika disertai nomor halaman: (Miller 1977: 245)
  - b. Satu sumber kutipan dengan dua penulis (Jensen dan Meckling 1976)
  - c. Satu sumber kutipan dengan lebih dari dua penulis (Laporta dkk. 2000 atau Laporta et al. 2000)
  - d. Dua sumber kutipan dengan penulis yang berbeda (Sharpe 1963; Litner 1964)
  - e. Dua sumber kutipan dengan penulis yang sama (Miller 2003, 2008). Jika tahun publikasi sama (Jensen 1986a, 1986b)
  - f. Sumber kutipan yang berasal dari pekerjaan suatu institusi sebaiknya akronim institusi yang bersangkutan, misalnya (UNAIR 2008)
8. Setiap artikel harus memuat daftar referensi (hanya yang menjadi sumber kutipan) dengan ketentuan penulisan sebagai berikut:

- a. Daftar referensi disusun sesuai alfabet nama penulis atau nama institusi.
- b. Susunan setiap referensi: nama penulis, tahun publikasi, judul jurnal atau buku teks, nama jurnal atau penerbit, nomor halaman.

Contoh:

Abel, A.B. 1983. Optimal Investment under Uncertainty. *American Economics Review* 73/1: 228-233.

Abowd J.M, dan D.S. Kaplan. 1999. Executives Compensation: Six Questions that need Answering. *NBER working paper*: 1-37.

American Accounting Association. 1977. Committee on Concepts and Standards for External Financial Reports. *Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance*. Sarasota, FL: AAA.

Meggison, W.L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.

9. Setiap penyerahan artikel harus melampirkan uraian singkat bibliografi penulis dan anggota tim penulis (jika ada).

10. Penyerahan artikel

Artikel diserahkan dalam bentuk *soft copy* melalui *e-mail* atau berbentuk CD kepada:

Jurnal MANAJEMEN TEORI DAN TERAPAN  
Departemen Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga  
Jl. Airlangga 4 Surabaya 60286 telp/fax: 031-5053155  
e-mail: fitri\_ismi@yahoo.com/jmtt@fe.unair.ac.id

# **PENGUJIAN EFISIENSI DAN PENINGKATAN EFISIENSI BENTUK LEMAH BURSA EFEK INDONESIA PADA SAAT DAN SESUDAH KRISIS MONETER PADA SAHAM-SAHAM LQ-45**

**Ibnu Khajar\***

Universitas Islam Sultan Agung Semarang

## **ABSTRAK**

*Efficient markets can be classified into three forms: weak, semistrong, and strong. Weak-form efficiency suggests that security prices reflect all trade-related information, such as historical security price movements and volume of securities trades, so they don't relate with current price and volume. In other words historical price movements independent or random over time. Thus, test of weak-form efficiency is related with random walk theory. This research has two objectives. The first objective is to analyze whether Indonesian capital market has been efficient (weak-form). The second one is to analyze increasing efficient market in two different periode. The study was carried out on the 10 stock in the LQ-45 index, based on crisis and after crisis during 1998 and 2006 period. The first objective was analyzed by using run and autocorrelation test. The result shows that most stock are random in two different period. The second one was analyzed by searching number stocks that is random in crisis and after crisis period. The result shows there is not increasing weak-form efficiency.*

**Keywords:** *weak-form efficiency, random, and security price.*

## **PENDAHULUAN**

### Latar Belakang Masalah

Informasi merupakan salah satu factor kunci bagi investor di Pasar Modal dalam rangka mewujudkan tujuannya yaitu memperoleh profit. Berdasarkan informasi yang tersedia, investor akan mengambil keputusan kapan akan membeli saham atau mempertahankan saham yang telah dimiliki atau kapan akan melepas saham atau tidak melakukan pembelian sama sekali. Terdapat banyak sekali investor di pasar modal, mereka juga akan mengambil keputusan berdasarkan informasi yang diterima masing-masing, sehingga pada waktu yang hampir bersamaan mereka akan melakukan beli atau jual. Akibatnya kedua sisi perdagangan ( permintaan dan penawaran ) akan selalu berubah sesuai informasi yang tersedia yang pada akhirnya akan tercermin pada naik turunnya harga saham di Bursa Efek.

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, Pudjiastuti, 2004:142). Tetapi apa yang dimaksud dengan informasi yang relevan? Bukankah banyak sekali informasi yang dianggap relevan dan mungkin mempengaruhi harga sekuritas? Investor harus memilih milih informasi mana yang akan digunakan sebagai dasar keputusan untuk beli atau jual saham. Ada kemungkinan suatu informasi masih dianggap relevan untuk sekelompok investor tertentu, padahal sebenarnya informasi tersebut sudah

tidak relevan (out of date), karena informasi tersebut sudah tercerminkan pada harga saham saat itu juga. Jika mereka berharap suatu informasi akan menaikkan harga saham misalnya, padahal saat itu informasi tersebut sudah terserap dan tercermin pada harga saham, maka harapan mereka jadi salah. Penting sekali agar investor tidak menderita kerugian, memperhatikan relevansi informasi yang tersedia di pasar modal.

Pasar modal yang efisien di dalamnya akan terdapat banyak analis yang akan mencari dan mendeteksi adanya kesalahan penetapan harga saham. Sekalipun setiap analis dapat menguji setiap informasi yang tersedia, sejumlah besar analis melakukan pengujian yang sama sehingga mengakibatkan adanya informasi yang segera mempengaruhi harga saham. Pasar efisien terbentuk karena adanya perhatian besar pada saham-saham yang diamati oleh sebagian besar analis, serta perhatian yang sedikit pada saham-saham yang kurang diamati analis, oleh karena itu penelitian ini terfokus pada saham-saham yang tergabung dalam indeks LQ-45, yang notabene di dalamnya merupakan saham dengan likuiditas tinggi dan berkapitalisasi besar, sehingga kecil kemungkinan tidak diamati oleh sebagian besar analis.

Terkait informasi mana yang seharusnya digunakan, sudah sejak lama dikalangan akademisi dimunculkan suatu hipotesis pasar efisien (HPE). Fama (1970) membagi pasar efisien ke dalam tiga bentuk, yaitu efisien bentuk lemah/*weak-form*, setengah kuat/*semi-strong-form* dan kuat/*strong-form* (Jogianto, 2000:378). Pemahaman terhadap ketiga bentuk efisiensi akan mengarahkan investor pada informasi yang mana yang akan digunakan untuk pengambilan keputusan beli atau jual saham. Misalnya suatu pasar modal sudah efisien dalam *weak-form*, maka investor tidak bisa menggunakan informasi masa lalu sebagai dasar untuk beli atau jual saham dengan harapan memperoleh keuntungan di atas normal.

Husnan (1998:269) menyatakan bahwa sebagian besar pasar modal paling tidak efisien dalam bentuk lemah. Terlepas dari teknik statistik yang dipakai, beberapa hasil penelitian efisiensi bentuk lemah mendukung pernyataan tersebut, misalnya Legowo (1995), Sianturi (1996), Arianto (1996) dan Dosinta (2004). Salah satu dari beberapa penelitian tersebut menarik untuk dikaji lebih lanjut, yaitu penelitian Dosinta (2004). Temuannya antara lain menyatakan bahwa baik pada masa krisis moneter maupun sesudahnya Bursa Efek Jakarta sudah efisien dalam bentuk lemah, dan tidak terjadi peningkatan efisiensi dalam dua periode yang berbeda: krisis moneter dan setelah krisis moneter. Semakin maju ke depan, Negara Indonesia semakin modern, khususnya pada aspek informasi dan teknologi, sehingga informasi yang terkait dengan pasar modal semakin banyak dan semakin mudah didapat, sehingga wajar jika dihipotesiskan bahwa akan terjadi peningkatan efisiensi. Pertanyaannya kenapa dalam penelitian Dosinta tidak ditemukan peningkatan efisiensi pada kedua periode tersebut, padahal di era paska krisis moneter seluruh aspek terkait dengan data informasi emiten sudah lebih maju dan baik dibandingkan era krisis moneter. Penelitian ini mencoba mengkaji ulang efisiensi bentuk lemah dan peningkatannya untuk periode yang lebih maju lagi. Kalau Dosinta periode setelah krisis adalah 2001 s/d 2003, penelitian ini mencoba lebih maju periodenya yaitu tahun 2006.

Perumusan masalah dalam penelitian ini:

1. Apakah bursa efek Indonesia sudah efisien bentuk lemah, pada saat dan sesudah krisis moneter.
2. Apakah efisiensi bentuk lemah mengalami peningkatan setelah krisis moneter

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini:

1. Mengetahui apakah bursa efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum pada saat dan sesudah krisis moneter
2. Mengetahui ada tidaknya peningkatan efisien bentuk lemah setelah krisis moneter.

## **Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis**

### **Pasar Modal Efisien**

Jogianto (2000:363) menyatakan setidaknya ada 4 definisi pasar modal efisien. Pertama, definisi pasar didasarkan pada nilai intrinsik sekuritas. Ukuran efisiensi dilihat dari sejauh mana harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya (Beaver, 1989). Dengan demikian suatu pasar yang efisien menurut konsep ini dapat didefinisikan sebagai pasar yang nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai intrinsiknya. Kedua, definisi yang didasarkan pada akurasi dari harga sekuritas. Fama (1970) mendefinisikan pasar modal efisien adalah jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Harga sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Ketiga, definisi yang didasarkan pada distribusi informasi. Beaver (1989) mengatakan pasar efisien jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati system informasi tersebut. Definisi ini secara implicit mengatakan bahwa jika setiap orang mengamati suatu system informasi yang menghasilkan informasi, maka setiap orang dianggap mendapatkan informasi yang sama. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa efisiensi bentuk lemah dan setengah kuat selalu terjadi, karena anggapannya informasi tersebut telah didistribusikan dan tersedia untuk public. Akan tetapi Beaver bergumentasi lagi bahwa terdapat biaya untuk memperoleh informasi tersebut, oleh karena itu informasi yang disebarakan mungkin hanya diterima oleh sebagian investor dan pasar tidak efisien. Keempat, definisi efisiensi pasar didasarkan pada proses dinamik (Jones, 1995). Definisi ini mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi yang tidak simetris tersebut. Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetris, yaitu setiap orang memiliki informasi ini.

West (1975) membedakan internal dan external efficiency. External efficiency menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan. Efisiensi eksternal sesuai dengan dengan pengertian mikro pasar modal, yaitu suatu kondisi

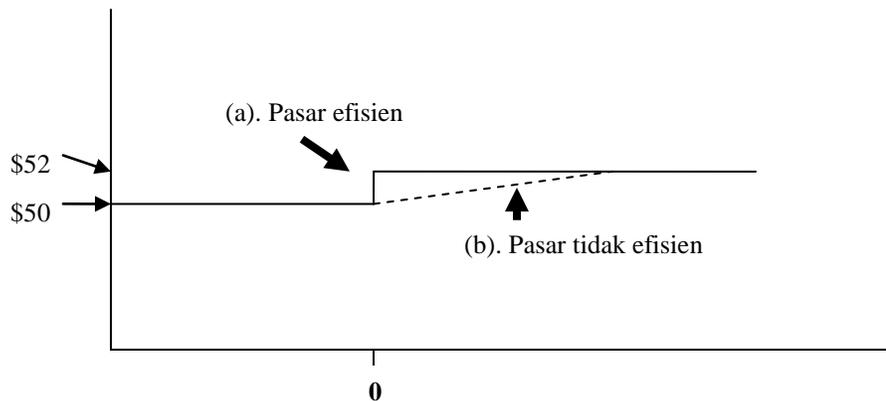
seberapa jauh pasar modal efisien secara informasional. Internal efficiency, sebaliknya, menunjukkan bahwa pasar modal tersebut bukan hanya memberikan harga yang “benar”, tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin (Husnan, 1998:263).

Emery dan Finnerty (Google, 2008) menyebutkan bahwa konsep efisiensi pasar modal sebagai harga pasar dari sekuritas yang diperdagangkan secara reguler di pasar modal mencerminkan seluruh informasi yang ada dan melakukan penyesuaian secara utuh dan cepat terhadap informasi baru. Jones (1996:268) menyatakan bahwa pasar yang efisien adalah suatu pasar yang mana harga-harga dari seluruh sekuritas dengan cepat dan dengan sepenuhnya mencerminkan seluruh informasi yang tersedia tentang asset tersebut. Konsep ini menyatakan bahwa investor akan meresapkan seluruh informasi yang relevan ke dalam harga-harga pada saat mereka membuat keputusan beli dan jual. Oleh karena itu, harga saham saat ini mencerminkan seluruh informasi yang telah diketahui, tidak hanya informasi yang telah lalu (misal: laba kuartalan atau tahunan yang lalu), tetapi juga informasi saat ini begitu juga peristiwa-peristiwa yang telah dipublikasikan tetapi eksekusinya masih di masa yang akan datang (seperti stock split). Selanjutnya, informasi yang secara logis dapat disimpulkan akan mempengaruhi harga saham juga akan direfleksikan ke dalam harga. Sebagai contoh, jika banyak investor percaya bahwa tingkat bunga akan segera turun, harga-harga akan mencerminkan kepercayaan ini sebelum penurunan yang sesungguhnya terjadi.

#### Penyesuaian Harga Dalam Pasar Yang Efisien

Referensi awal tentang pasar modal efisien telah dibuat asumsi bahwa harga-harga pasar akan menyerap informasi baru dalam waktu yang sesingkat-singkatnya. Versi modern tidak menghendaki bahwa penyesuaian dalam waktu singkat, hanya saja ini terjadi sangat cepat sebagaimana informasi menjadi diketahui.

Konsep pasar efisien tidak mengklaim bahwa terjadinya penyesuaian harga secara sempurna mengikuti informasi baru. Tetapi bahwa penyesuaian dalam harga-harga yang disebabkan oleh informasi adalah tidak bias. Harga baru tidak harus menjadi harga keseimbangan baru, tetapi hanya merupakan suatu estimasi *unbiased* dari harga keseimbangan akhir yang akan terbentuk setelah para investor sepenuhnya mengakses input informasi (Jones, 1996:269).



Gambar 2-1

Penyesuaian harga atas suatu informasi: (a) pasar efisien, (b) salah satu kemungkinan jika pasar tidak efisien (Jones, 1996:270).

Gambar 2-1 mengilustrasikan konsep pasar efisien untuk suatu perusahaan yang mana terjadinya peristiwa yang bermakna telah berpengaruh pada ekspektasi investor atas profitabilitas. Saham sedang diperdagangkan pada harga \$50 pada saat tanggal pengumuman peristiwa yang bermakna. Tanggal 0 pada gambar 2-1 adalah tanggal diumumkannya untuk suatu peristiwa. Jika pasar sepenuhnya efisien, harga saham selalu mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Investor akan sangat dengan cepat menyesuaikan harga saham pada nilainya yang benar (*its fair value*). Anggaplah bahwa bahwa *its fair value* yang baru \$52. Dalam sebuah pasar yang efisien, peningkatan harga secara langsung dalam harga saham menuju \$52 akan terjadi, sebagaimana direpresentasikan oleh garis yang tidak putus-putus dalam gambar 2-1. Semenjak dalam gambar 2-1 diasumsikan tidak ada tambahan informasi baru yang terjadi, harga saham akan tetap pada level \$52.

Jika proses penyesuaian pasar tidak efisien, jeda waktu (*lag*) dalam penyesuaian harga saham atas informasi baru akan terjadi dan direpresentasikan oleh garis putus-putus. Bahkan penyesuaian harga pada *fair value* jika perusahaan sekuritas (*broker*) menyebarkan informasi baru tersebut dan para investor merubah estimasi *fair value* saham mereka.

### Mengapa Pasar Modal Efisien

Pasar modal akan efisien, jika peristiwa atau keadaan berikut terjadi:

- 1). Terdapat sejumlah besar investor yang rasional dan *profit-maximizing* yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan melakukan analisis, penilaian dan melakukan jual beli saham. Para investor adalah *price takers*, artinya salah satu partisipan sendirian tidak dapat mempengaruhi harga sekuritas.
- 2). Informasi tidak mahal dan secara luas tersedia untuk para partisipan pasar dalam waktu yang hampir bersamaan

- 3). Informasi dihasilkan dalam pola yang random artinya bahwa pengumuman-pengumuman pada dasarnya independen antara satu dengan yang lain
- 4). Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya atas informasi baru, menyebabkan harga saham terkoreksi dengan sendirinya.

Perhatikan bahwa empat kondisi di atas sedemikian dekat bahwa mereka paralel dengan lingkungan investasi yang sesungguhnya. Tidak perlu ditanyakan lagi bahwa di Bursa Efek Indonesia terdapat sejumlah besar investor yang secara konstan ikut bermain dalam trading saham. Keduanya, apakah investor individual atau institusional secara inten mengikuti pasar setiap hari, dan dalam posisi siap beli atau jual ketika mereka berpendapat bahwa kondisi tepat dan sesuai.

Bagaimanapun memang untuk produksi informasi bukan tanpa biaya, bagi institusi yang bergerak dalam bidang investasi (misal: PT Danareksa Sekuritas), menghasilkan berbagai jenis informasi adalah sebuah keharusan biaya bisnis, dan banyak partisipan / klien menerimanya secara cuma-cuma. Informasi ini juga tersedia secara luas untuk banyak partisipan pada waktu yang hampir bersamaan sebagaimana informasi tersebut dilaporkan/ disiarkan pada radio, televisi, dan peralatan komunikasi khusus yang sekarang tersedia untuk investor manapun yang mau membayar untuk pelayanan tersebut.

Informasi-informasi tersebut adalah mengikuti pola random, artinya sebagian besar investor tidak dapat memprediksi kapan perusahaan akan mengumumkan perkembangan baru yang berarti, kapan akan terjadi perang, kapan terjadi pemogokan buruh, kapan mata uang akan didevaluasi, kapan pimpinan tiba-tiba kena serangan jantung dan sebagainya. Walaupun tidak menutup kemungkinan terdapat ketergantungan beberapa informasi, namun sebagian besar adalah independen dan terjadi kurang lebih mengikuti pola random.

Jika pada prakteknya kondisi-kondisi tersebut memang terpenuhi, maka hasilnya adalah sebuah pasar yang mana para investor menyesuaikan harga sekuritas dengan sangat cepat untuk merefleksikan datangnya informasi yang random ke dalam pasar. Harga-harga mencerminkan sepenuhnya seluruh informasi yang tersedia. Selanjutnya, perubahan harga adalah independen antara yang satu dengan lainnya dan bergerak dalam suatu pola random. Perubahan harga hari ini independen pada harga kemarin karena harga hari ini didasarkan atas reaksi investor pada informasi independen baru yang masuk ke pasar hari ini.

#### Bentuk-Bentuk Pasar Modal Efisien

Meskipun terdapat berbagai pengertian efisiensi pasar modal, namun penelitian ini terfokus pada efisiensi pasar yang terkait dengan: 1) definisi West tentang pasar modal efisien secara informasi, 2) definisi dari Emery dan Finnerty, (3) definisi yang kedua dari Jogianto, yaitu yang dikemukakan oleh Fama dan (4) definisi dari Jones (1996). Kunci utama terletak pada hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Pertanyaannya adalah informasi mana yang dapat digunakan untuk menilai pasar yang efisien. Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga

macam bentuk dari informasi (informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat) yaitu efisiensi pasar bentuk lemah (*weak-form*), bentuk setengah kuat (*semi-strong-form*) dan bentuk kuat (*strong-form*).

### **1. Pasar Efisien Bentuk Lemah**

Bentuk lemah berarti harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi masa lalu (*past price changes*). Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*). Dimana data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Artinya untuk menentukan harga sekuritas dalam pasar bentuk lemah, informasi masa lalu seharusnya sudah tercermin pada harga sekuritas yang berlaku (*current price*) dan harga sekuritas di masa mendatang tidak bisa ditentukan. Untuk menguji bentuk lemah, perubahan harga di masa mendatang seharusnya tidak berhubungan dengan perubahan harga sekuritas di masa lalu. Atau suatu pasar dikatakan efisien bentuk lemah jika harga sekarang sudah mencerminkan seluruh data masa lalu. Karenanya dalam bentuk lemah, data masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga di masa mendatang. Penelitian tentang efisiensi pasar modal bentuk lemah, menyatakan bahwa sebagian besar pasar sudah efisien dalam bentuk lemah.

### **2. Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat**

Bentuk semi kuat berarti harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan (*public information*) termasuk yang ada dalam laporan keuangan seperti pendapatan, dividen, pengumuman stock split, pengembangan produk baru, kesulitan keuangan, maupun perubahan data-data akuntansi perusahaan (Jones, 2000, h.315). Informasi publik dapat dibagi menjadi tiga yaitu informasi baru yang menyangkut satu emiten, beberapa emiten (industri), atau seluruh emiten. Pengujian atas bentuk semi-kuat adalah pengujian atas kecepatan harga sekuritas melakukan penyesuaian (*speed of adjustment*) terhadap informasi baru di pasar modal. Dimana bentuk semi-kuat terjadi jika investor tidak bisa memperoleh return di atas normal secara konsisten setelah pengumuman informasi tersebut. Jika ternyata ada selisih waktu untuk melakukan penyesuaian terhadap pengumuman tersebut, dan investor dapat memanfaatkan untuk mendapatkan abnormal return, bentuk pasar modal yang terjadi berarti tidak secara utuh efisien dalam bentuk semi-kuat.

### **3. Pasar Efisien Bentuk Kuat**

Bentuk kuat berarti harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi baik yang tersedia maupun yang tidak tersedia di pasar modal (*public and private information*). Dimana investor tidak bisa mendapatkan abnormal return dengan memanfaatkan berbagai informasi baik yang tersedia maupun yang tidak tersedia secara umum. Sehingga bentuk kuat dapat menghilangkan kasus-kasus insider trading yang memanfaatkan informasi orang dalam. Dalam keadaan semacam ini pasar modal akan seperti rumah lelang yang ideal: harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham (Husnan, 1998:270).

Ketiga bentuk efisiensi di atas bersifat kumulatif, dalam artu bahwa suatu pasar efisien dalam bentuk kuat berarti juga efisien dalam bentuk semi-kuat dan lemah. Pasar efisien dalam bentuk semi-kuat berarti juga efisien dalam bentuk lemah. Namun hal itu tidak terjadi sebaliknya. Dimana jika pasar efisien dalam bentuk lemah belum tentu efisien dalam bentuk semi-kuat.

## Pengujian Efisiensi Pasar

Fama (1970) membagi pengujian efisiensi pasar menjadi tiga katagori yang dihubungkan dengan bentuk-bentuk efisiensi pasarnya: (1) pengujian bentuk lemah yaitu seberapa kuat informasi masa lalu dapat memprediksi return masa depan, (2) pengujian bentuk setengah kuat yaitu seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang dipublikasikan, dan (3) pengujian bentuk kuat yaitu untuk menjawab pertanyaan apakah investor mempunyai informasi privat yang tidak terefleksikan di harga di harga sekuritas (**Jogianto, 2000:379**).

### 1. Pengujian Pasar Efisien Bentuk Lemah

Jika HPE benar, maka perubahan harga masa lalu tidak berhubungan dengan harga sekuritas sekarang, sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga atau return dari sekuritas. Hipotesis untuk menguji bentuk lemah ini berhubungan dengan hipotesis langkah acak. Jika harga-harga mengikuti pola langkah acak, maka perubahan harga dari waktu ke waktu sifatnya adalah random atau acak yang independen. Ini berarti bahwa perubahan harga hari ini tidak ada hubungannya dengan perubahan harga kemarin atau hari-hari sebelumnya.

Pengujian secara statistik dapat dilakukan guna untuk menguji independensi dari perubahan-perubahan harga sekuritas. Jika hasil pengujian menunjukkan independensi harga-harga maka pasar efisien dalam bentuk lemah, implikasinya adalah investor tidak dapat menggunakan nilai-nilai masa lalu dari variabel-variabel penduga (seperti misalnya harga, return, dividend yield, rasio P/E atau suku bunga) untuk memprediksi harga atau return sekarang. Alat uji statistik yang sering digunakan untuk menguji pasar efisien bentuk lemah adalah uji autokorelasi dengan berbagai variasi lag maupun pengujian run (*run tests*) sebagaimana digunakan oleh Legowo (1995), Sianturi (1996), Arianto (1996) dan Dosinta (2004).

### 2. Pengujian Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (**Jogianto, 2000:392**). Terdapat dua jenis pengujian yang berbeda yang sama-sama menggunakan studi peristiwa, yaitu uji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Uji kandungan informasi digunakan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi maka pasar diharapkan bereaksi. Reaksi pasar

ditunjukkan oleh perubahan harga dari sekuritas bersangkutan, sehingga reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* atau *abnormal return* sebagai nilai dari perubahan harga. Jika ada *abnormal return* berarti suatu pengumuman mempunyai kandungan informasi, jika sebaliknya, maka tidak mengandung informasi.

Pengujian pasar setengah kuat hampir sama dengan uji kandungan informasi, tetapi fokus pengujian tidak hanya pada apakah suatu pengumuman mengandung informasi atau tidak, melainkan juga melibatkan pengamatan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, pasar harus bereaksi dengan cepat untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru.

### 3. Pengujian Pasar Efisien Bentuk Kuat

Pengujian ini dilakukan terhadap hipotesa yang menyatakan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang mungkin tidak diketahui umum (**Husnan, 1998:279**). Di dunia lingkungan investasi khususnya saham, diperkirakan terdapat beberapa kelompok mempunyai kemampuan untuk memperoleh informasi yang pihak umum tidak bisa memperolehnya, juga ada pihak-pihak yang menyatakan bahwa mereka bisa melakukan analisa fundamental sehingga bisa memperoleh informasi yang lebih dalam daripada apa yang dipublikasikan.

Pengujian pasar bentuk kuat dilakukan dengan cara menganalisa prestasi berbagai portfolio yang dikelola oleh kelompok-kelompok yang mungkin mempunyai informasi khusus. Berbagai portfolio yang dikelola secara profesional dibandingkan dengan pasar secara keseluruhan (misal, IHSG atau LQ45), kemudian dianalisis apakah portfolio-portfolio tersebut memberikan keuntungan yang lebih besar daripada pasar keseluruhan. Apabila portfolio-portfolio tersebut lebih baik dan hal ini berlangsung terus menerus, maka dikatakan pasar tidak efisien dalam bentuk kuat.

#### Penelitian Terdahulu

Penelitian yang mengkaji masalah efisiensi pasar modal khususnya efisien bentuk lemah (*weak-form*) sudah beberapa kali dilakukan, diantaranya:

- a). Nina Febriana Dosinta (2004), penelitian ini mengkaji efisiensi pasar baik dalam kondisi krisis moneter maupun paska krisis. Dibantu alat analisis statistik uji run dan tes korelasi seri beliaiu menyimpulkan bahwa pasar modal baik dalam kondisi krisis maupun paska krisis adalah efisien dalam bentuk lemah, tetapi tidak ditemukan perbaikan atau peningkatan efisiensi paska krisis moneter.
- b). Herman Legowo (1995), penelitian ini mengkaji efisiensi pasar baik dalam kondisi *bullish* maupun normal. Dibantu alat analisis statistik uji run dan tes korelasi seri beliaiu menyimpulkan bahwa pasar modal baik dalam kondisi *bullish* maupun normal sudah efisien bentuk lemah dan terjadi perbaikan efisien pada kondisi normal.

Perbedaan penelitian dengan Dosinta terletak pada periode paska krisis, kalau sebelumnya periode paska krisis tahun 2001 s/d 2003, maka penelitian ini mencoba menggunakan periode tahun 2006, dengan alasan periode 2001 s/d 2003 masih terlalu dekat dengan periode krisis yaitu tahun 1997 s/d 1999, dan kondisi informasi dan teknologi lebih baik dibanding periode tahun 2001 s/d 2003. Dibandingkan dengan Legowo, penelitian ini menggunakan pembanding yang berbeda, jika Legowo membandingkan antara kondisi normal dengan bullish, penelitian ini membandingkan antara periode krisis moneter dengan paska krisis. Selanjutnya penelitian ini menguji efisiensi pasar pada saham-saham yang tergabung dalam indek saham LQ45, yang mana dua peneliti sebelumnya tidak melakukannya.

### Hipotesis

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka peneliti mengajukan hipotesis alternatif sebagai berikut:

1. Pasar modal sudah efisien dalam bentuk lemah baik dalam kondisi krisis moneter maupun paska krisis moneter.
2. Terdapat peningkatan efisiensi pada periode paska krisis moneter.

### METODE PENELITIAN

#### Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang tergabung dalam indek LQ45 sejak tahun 1998 sampai dengan tahun 200. Salah satu alasan digunakannya indek LQ45 karena saham-saham yang ada di dalamnya merupakan saham dengan likuiditas tinggi dan berkapitalisasi besar, sehingga kecil kemungkinan emiten bersangkutan tidak mempublikasikan informasi-informasi penting terkait dengan kinerja perusahaan dan saham. Teknik pengambilan sample dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sample dengan kriteria tertentu (peneliti). Saham-saham yang akan dijadikan sample dipilih dengan syarat (kriteria) bahwa saham tersebut selalu tercatat dalam indek LQ45 secara terus menerus pada periode krisis moneter yaitu tahun 1998 dan paska krisis moneter tahun 2006. Kenapa periode krisis dimulai tahun 1998 dan bukan 1997 sebagaimana Dosinta (2004), karena indek LQ45 awal dibentuk pada Pebruari 2007 sehingga data tahun 2007 tidak utuh satu tahun. Berdasarkan kriteria tersebut di atas, diperoleh sample sebanyak 10 saham perusahaan yaitu: ASII, ANTM, BLTA, BNII, CMNP, INDF, INKP, ISAT, KLBF, dan TLKM.

#### Definisi Operasional

1. Harga saham, dalam penelitian ini yang digunakan adalah harga saham bulanan, yaitu harga penutupan setiap bulan, baik pada periode krisis maupun paska krisis.
2. Periode krisis moneter, yaitu periode tahun 1998.

3. Periode paska krisis moneter, yaitu periode tahun 2006.

## Metode Analisis Data

### 1. Alat Analisis

Untuk mengetahui apakah bursa efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum, dilakukan pengujian terhadap harga-harga saham baik pada periode krisis moneter maupun paska krisis, apakah harga-harga tersebut bersifat random (acak) atau tidak. Terdapat dua alat analisis untuk menguji random (acak) harga saham, yaitu uji run dan uji korelasi seri.

#### a). Uji run

Run didefinisikan sebagai suatu urutan lambang-lambang yang sama, yang diikuti serta mengikuti lambang-lambang yang berbeda, atau tidak mengikuti atau diikuti lambang apapun (Siegel, 1994:66). Teknik ini memungkinkan peneliti menguji hipotesis apakah harga-harga saham untuk suatu periode tertentu bersifat random atau non-random. Penelitian ini menggunakan harga-harga saham bulanan selama 1 tahun ( $n=12$ ). Karena sampel ( $n$ ) kurang dari 20, maka termasuk uji run sample-sampel kecil dan pengujian akan dilakukan dengan table F (table harga-harga kritis  $r$ ). Perhitungan uji run akan dilakukan baik secara manual (langkah 1 s/d langkah 8) maupun non-manual yaitu dengan bantuan program SPSS. Langkah-langkah uji run sebagai berikut:

1. Harga-harga saham dari seluruh sample penelitian (10-saham) disusunurut sesuai harga penutupan akhir bulan.
2. Untuk masing-masing saham ditentukan nilai median
3. Memberi tanda positif (+) untuk harga saham yang nilainya sama atau lebih besar dibandingkan nilai median, kemudian dihitung berapa frekuensi, frekuensi ini selanjutnya merupakan nilai dari  $n_1$ .
4. Memberi tanda negatif (-) untuk harga saham yang nilainya lebih kecil dibandingkan nilai median, kemudian dihitung berapa frekuensi, frekuensi ini selanjutnya merupakan nilai dari  $n_2$
5. Menghitung banyaknya run yang sesungguhnya ( $r$ )
6. Menentukan batas-batas kritis untuk memutuskan random atau tidaknya harga-harga saham, yaitu mencari nilai  $r$  dalam table  $F_1$  (batas bawah) dan  $F_2$  (batas atas), table  $F_1$  dan  $F_2$  ada dilampiran.
7. Membandingkan nilai  $r$  ( nilai yang diperoleh dari langkah ke-5) dengan nilai batas atas dan bawah ( nilai yang diperoleh dari langkah ke-6).
8. Berdasarkan langkah ke-7, maka diputuskan harga-harga saham bersifat random apabila  $r$  (langkah ke-5) lebih rendah dari batas atas atau lebih besar dari batas bawah, dan sebaliknya  $r$  lebih besar dari batas atas, atau lebih kecil dari batas bawah, maka harga-harga saham tidak random.

## b) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah terdapat korelasi antara harga saham periode  $t$  dengan harga saham pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Perhitungan uji autokorelasi dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS pada lag-1, lag-2, dan lag-3. Apabila koefisien korelasi signifikan (tingkat sig. < 5%) maka harga saham bersifat tidak random, dan sebaliknya apabila tidak signifikan (tingkat sig. > 5%) maka harga saham bersifat random.

## 2. Uji Hipotesis

Oleh karena dalam penelitian ini digunakan dua alat analisis yaitu uji run dan uji autokorelasi, maka uji hipotesis juga mengikuti dua alat uji sebagai berikut:

### a) Uji Run

Ho: Harga-harga saham bersifat random

H1: harga-harga saham bersifat tidak random

Dengan tingkat signifikansi 5%, maka apabila  $r$  (nilai run yang sesungguhnya) lebih besar dari batas atas ( $F2$ ) atau lebih kecil dari batas bawah ( $F1$ ), maka H1 diterima. Sebaliknya jika  $r$  (nilai run yang sesungguhnya) lebih kecil dari nilai batas atas ( $F2$ ) atau lebih besar dari nilai batas bawah ( $F1$ ), maka Ho diterima. Jika dengan program SPSS, maka Ho akan diterima jika tingkat signifikansi *asymtut* dua sisi lebih dari 5%, dan H1 diterima jika tingkat signifikansi *asymtut* dua sisi kurang dari 5%.

### b) Uji Autokorelasi

Ho: Harga-harga saham random

H1: harga-harga saham tidak random

Dengan tingkat signifikansi alpha 5%, maka H1 diterima jika koefisien korelasi signifikan yaitu apabila tingkat signifikansinya kurang dari 5%, dan Ho diterima jika koefisien korelasi tidak berarti (harga saham random) apabila tingkat signifikansi lebih dari 5%.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Analisis Data

Tiga uji statistic digunakan untuk pembuktian hipotesis pasar modal efisien, yaitu uji run baik perhitungan manual maupun dengan bantuan program SPSS dan uji autokorelasi juga dengan SPSS.

## 1. Uji Run Periode Krisis Moneter

Pengujian efisiensi pasar modal bentuk lemah dilakukan dengan menguji kerandoman atau keacakan pada harga-harga saham dalam suatu periode. Salah satu uji statistiknya adalah uji run, dengan hipotesis sebagai berikut:

Ho: harga saham adalah random

Ha: harga saham tidak random

H0 diterima, jika  $r$  sesungguhnya lebih besar dibandingkan dengan  $r$ -tabel batas bawah atau lebih kecil dibandingkan dengan  $r$ -tabel batas atas. Akan tetapi jika  $r$  sesungguhnya kurang dari atau sama dengan  $r$ -tabel batas bawah atau lebih besar atau sama dengan  $r$ -tabel batas atas maka Ha diterima.

TABEL 4.1  
HASIL PERHITUNGAN MANUAL *RUN-TEST* TH 1998

SAHAM LQ45	Median	n1	n2	r	F1	F2	Keputusan
ASII	1025	6	6	4	3	11	random
ANTM	1563	6	6	5	3	11	random
BLTA	1625	6	6	5	3	11	random
BNII	337.5	6	6	4	3	11	random
CMNP	350	6	6	4	3	11	random
INDF	2038	6	6	6	3	11	random
INKP	2163	6	6	6	3	11	random
ISAT	12213	6	6	4	3	11	random
KLBF	525	6	6	4	3	11	random
TLKM	3325	6	6	4	3	11	random

Sumber: data yang diolah

Keterangan table:

n1 = banyaknya tanda yang sejenis

n2 = banyaknya tanda jenis lainnya

r = banyaknya run yang sesungguhnya

F1 = harga r table yang sedemikian kecil

F2 = harga r table yang sedemikian besar

Berdasarkan data dalam table 4.1, setelah diamati ternyata tidak ada satupun saham yang nilai  $r$  sesungguhnya sama atau lebih rendah dari batas bawah atau sama atau lebih besar dari batas atas, sehingga H0 diterima, artinya ke-10 saham yang menjadi sample penelitian semua random. Jika menggunakan perhitungan uji run dengan SPSS, dengan alpha ( $\alpha$ )5% maka H0 diterima jika tingkat signifikansi lebih besar dari 5% dan Ha diterima jika tingkat signifikansi kurang dari 5%. Berdasarkan tabel 4.2, tidak ada satupun saham dengan tingkat signifikansi kurang dari 5%, sehingga Ho diterima, artinya artinya ke-10 saham yang menjadi sample penelitian semua random.. Dengan demikian kedua perhitungan baik dengan SPSS maupun secara manual diperoleh hasil yang sama yaitu semua saham random.

TABEL 4.2  
HASIL PERHITUNGAN SPSS *RUN-TEST* TH 1998

SAHAM LQ45	Median	Z	r	Signifikansi	Keputusan
ASII	1025	-1.514	4	0.130	random
ANTM	1563	-0.908	5	0.364	random
BLTA	1625	-0.908	5	0.364	random
BNII	337.5	-1.514	4	0.130	random
CMNP	350	-1.514	4	0.130	random
INDF	2038	-0.303	6	0.762	random
INKP	2163	-0.303	6	0.762	random
ISAT	12213	-1.514	4	0.130	random
KLBF	525	-1.514	4	0.130	random
TLKM	3325	-1.514	4	0.130	random

Sumber: data yang diolah

## 2. Uji Run Periode Paska Krisis Moneter

Pengujian efisiensi pasar modal bentuk lemah dilakukan dengan menguji kerandoman atau keacakan pada harga-harga saham dalam suatu periode. Sebagaimana pengujian pada periode krisis, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Ho: harga saham adalah random

Ha: harga saham tidak random

HO diterima, jika  $r$  sesungguhnya lebih besar dibandingkan dengan  $r$ -tabel batas bawah atau lebih kecil dibandingkan dengan  $r$ -tabel batas atas. Akan tetapi jika  $r$  sesungguhnya kurang dari atau sama dengan  $r$ -tabel batas bawah atau lebih besar atau sama dengan  $r$ -tabel batas atas maka  $H_a$  diterima. Berdasarkan data dalam table 4.3, hanya terdapat satu saham yaitu INKP yang mempunyai  $r$  sesungguhnya sama dengan batas bawah, dengan kata lain hanya saham INKP-lah yang tidak random, sisanya (9-saham) semua random. Jika menggunakan perhitungan uji run dengan SPSS, Ho diterima jika tingkat signifikansi lebih dari 5% dan  $H_a$  diterima jika tingkat signifikansi kurang dari 5%. Berdasarkan tabel 4.4, juga hanya ada salah satu saham yang tingkat signifikansinya kurang dari 5% yaitu saham INKP. Dengan demikian kedua perhitungan baik dengan SPSS maupun secara manual diperoleh hasil yang sama yaitu hanya saham INKP saja yang tidak random.

TABEL 4.3  
HASIL PERHITUNGAN MANUAL *RUN-TEST* TH 2006

SAHAM LQ45	Median	n1	n2	r	F1	F2	Keputusan
ASII	11175	6	6	4	3	11	random
ANTM	5300	6	6	4	3	11	random
BLTA	1740	5	7	4	3	11	random
BNII	185	5	7	6	3	11	random
CMNP	835	6	6	6	3	11	random
INDF	1090	6	6	4	3	11	random
INKP	940	8	4	3	3	11	tidak random
ISAT	5175	6	6	5	3	11	random
KLBF	1305	6	6	5	3	11	random
TLKM	7500	6	6	4	3	11	random

Sumber: data yang diolah

TABEL 4.4  
HASIL PERHITUNGAN SPSS *RUN-TEST* TH 2006

SAHAM LQ45	Median	r	Z	Signifikan	Keputusan
ASII	11175	4	-1.514	0.130	random
ANTM	5300	4	-1.514	0.130	random
BLTA	1740	4	-1.457	0.145	random
BNII	185	6	-0.208	0.835	random
CMNP	835	6	-0.303	0.762	random
INDF	1090	4	-1.514	0.130	random
INKP	940	3	-1.955	0.051	tidak random
ISAT	5175	5	-0.908	0.364	random
KLBF	1305	5	-0.908	0.364	random
TLKM	7500	4	-1.514	0.130	random

Sumber: data yang diolah

### 3. Uji Autokorelasi Pada Periode Krisis Maupun Setelah Krisis

Uji efisiensi pasar modal bentuk lemah selain dilakukan dengan uji ran juga dapat dilakukan dengan uji autokorelasi. Sebagaimana pengujian sebelumnya dengan uji run-test, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Ho: harga saham adalah random

Ha: harga saham tidak random

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah, dengan alpha ( $\alpha$ ) 5% apabila koefisien korelasi autokorelasi tidak signifikan (Ho diterima), yaitu jika tingkat signifikansi lebih dari 5%, dan pasar tidak efisien apabila koefisien autokorelasi signifikan (Ha diterima), yaitu jika tingkat signifikansi kurang dari 5%.

Berdasarkan data dalam table 4.5, dapat dianalisis bahwa pada periode krisis moneter terdapat 4 koefisien autokorelasi lag-1 yang signifikan yaitu ASII, BNII, CMNP dan KLBF. Sedangkan pada lag-2 dan lag-3 semuanya tidak signifikan. Sebaliknya pada periode paska krisis moneter (table 4.6) juga terdapat 4 koefisien autokorelasi lag-1 yang signifikan yaitu BLTA, BNII, CMNP dan TLKM. sedangkan 1 koefisien autokorelasi pada lag-2 juga signifikan yaitu TLKM dan 2 koefisien autokorelasi lag-3 juga signifikan yaitu ANTM dan TLKM.

TABEL 4.5  
HASIL PERHITUNGAN AUTOKORELASI PERIODE KRISIS TH 1998

SAHAM LQ45	Lag-1		Lag-2		Lag-3	
	Koefisien	Signifikansi	Koefisien	Signifikansi	Koefisien	Signifikansi
ASII	0.762	0.017	0.343	0.366	0.200	0.607
ANTM	-0.003	0.994	-0.480	0.191	-0.217	0.576
BLTA	0.338	0.373	0.022	0.955	0.207	0.594
BNII	0.835	0.005	0.592	0.093	0.516	0.155
CMNP	0.670	0.048	0.198	0.610	0.159	0.693
INDF	0.410	0.273	-0.351	0.354	-0.448	0.227
INKP	0.420	0.261	-0.453	0.221	-0.279	0.468
ISAT	0.588	0.096	0.093	0.811	-0.193	0.619
KLBF	0.707	0.033	0.457	0.217	0.400	0.285
TLKM	0.593	0.092	0.179	0.645	-0.109	0.781

Sumber: data yang diolah

TABEL 4.6  
HASIL PERHITUNGAN AUTOKORELASI PASKA KRISIS TH 2006

SAHAM LQ45	Lag-1		Lag-2		Lag-3	
	Koefisien	Signifikansi	Koefisien	Signifikansi	Koefisien	Signifikansi
ASII	0.531	0.134	0.355	0.349	0.228	0.555
ANTM	0.450	0.224	0.449	0.225	0.665	0.050
BLTA	0.842	0.004	0.558	0.119	0.283	0.461
BNII	0.781	0.013	0.658	0.054	0.642	0.062
CMNP	0.670	0.048	0.198	0.610	0.159	0.683
INDF	0.410	0.273	-0.351	0.354	-0.448	0.227
INKP	0.420	0.261	-0.453	0.221	-0.279	0.468
ISAT	0.588	0.096	0.093	0.811	-0.193	0.619
KLBF	0.378	0.315	-0.038	0.923	-0.117	0.765
TLKM	0.845	0.004	0.815	0.007	0.851	0.004

Sumber: data yang diolah

## Pembahasan

### 1. Efisiensi Pasar Modal Bentuk lemah

Berdasarkan uji run, pada periode krisis moneter ke-10 saham yang dijadikan sample penelitian semuanya random atau acak, artinya hubungan antara harga saham periode sekarang independent terhadap periode sebelumnya dan tidak dipengaruhi oleh periode sebelumnya. Temuan ini juga diperkuat oleh uji autokorelasi yang menunjukkan bahwa tidak ada koefisien autokorelasi yang signifikan pada lag-2 dan lag-3, meskipun pada lag-1 ada yang signifikan tetapi hanya 4 saham.

Uji run pada krisis moneter menunjukkan hasil yang agak berbeda. Dari 10 saham yang dijadikan sample penelitian terdapat satu saham yang tidak random, namun demikian dapat dilihat bahwa sebagian besar saham random, maknanya hubungan antara harga saham periode sekarang dengan sebelumnya bersifat independent dan tidak dipengaruhi oleh harga periode sebelumnya. Temuan ini diperkuat oleh uji autokorelasi, meskipun dengan hasil yang agak berbeda dengan periode sebelumnya. Pada lag-1 terdapat 4 saham yang signifikan, pada lag-2 terdapat 1 saham yang signifikan dan pada lag-3 terdapat 2 saham yang signifikan.

Berdasarkan uji-run dan uji autokorelasi baik pada periode krisis moneter maupun pada paska krisis moneter Bursa efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah, hal ini ditunjukkan oleh harga saham yang bersifat random. Oleh karena itu investor tidak dapat menggunakan harga periode yang lalu untuk memprediksi harga saat ini, karena informasi masa lalu sudah terserap pada harga-harga saham pada periode yang lalu juga. Dalam keadaan seperti ini seorang pemodal tidak dapat memperoleh tingkat keuntungan yang lebih tinggi dari keadaan normal dengan menggunakan trading rules yang berdasarkan atas informasi harga di waktu lalu, atau perubahan harga saham di masa lalu tidak bisa dipergunakan untuk memperkirakan harga saham di masa mendatang. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi yang lemah (weak form efficiency). Hasil temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya seperti Dosinta (2004) dan Legowo (2005).

### 2. Peningkatan Efisiensi Pasar Modal

Berdasarkan uji autokorelasi, jumlah saham yang mempunyai koefisien korelasi signifikan pada periode paska krisis moneter tidak mengalami perbaikan. Pada lag-1 baik pada periode krisis maupun paska krisis terdapat 4 saham yang signifikan, sedangkan pada lag-2, periode krisis tidak ada sebaliknya pada periode paska krisis ada 1 saham, dan pada lag-3 pada periode krisis tidak ada sebaliknya pada periode paska krisis terdapat dua saham yang koefisien autokorelasinya signifikan. Dengan kata lain efisiensi pasar modal bentuk lemah pada periode krisis moneter jika dibandingkan dengan periode paska krisis moneter tidak mengalami perbaikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya khususnya Dosinta (2004). Asumsi peneliti bahwa semakin maju dan modern khususnya sector informasi dan teknologi akan meningkatkan efisiensi pasar modal bentuk lemah tidak benar adanya.

### Implikasi Manajerial

Secara teoritis investor bertindak secara rasional dengan mempertimbangkan tingkat keuntungan dan tingkat resiko yang mungkin terjadi. Investor mempertimbangkan berbagai informasi yang berkembang di pasar modal untuk mendapatkan tingkat keuntungan lebih tinggi dengan resiko lebih rendah. Informasi menjadi kunci untuk memperoleh keuntungan, namun perlu diingat bahwa tidak semua informasi relevan untuk dipertimbangkan. Penelitian ini telah membuktikan bahwa paling tidak pasar modal sudah efisien dalam bentuk lemah sehingga investor tidak seharusnya menggunakan informasi masa lalu untuk memprediksi harga sekarang.

### Simpulan

Berdasarkan hasil uji statistik, dapat disimpulkan bahwa bursa efek Indonesia sudah efisien paling tidak dalam bentuk lemah, namun tidak terjadi peningkatan efisien pada periode paska krisis moneter. Adapun kesimpulan secara rinci adalah sebagai berikut:

1. Pada periode krisis moneter hasil uji run menunjukkan ke-10 saham yang menjadi sample penelitian semuanya random, sedangkan uji autokorelasi menunjukkan hanya pada lag-1 saja terdapat 4 saham korelasinya signifikan. Sedangkan pada periode paska krisis uji run menunjukkan hanya ada satu saham yang tidak random, dan uji autokorelasi menunjukkan lag-1 ada 4-saham, lag-2 ada 1-saham dan lag-3 ada 2-saham yang koefisien korelasinya signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa bursa efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah baik pada periode krisis maupun paska krisis.
2. Pada periode paska krisis moneter, efisiensi tidak mengalami peningkatan hal ini ditunjukkan oleh uji autokorelasi. Pada lag-1 baik pada periode krisis dan paska krisis terdapat 4 saham yang mempunyai korelasi signifikan, pada lag-2 periode krisis tidak ada saham yang korelasinya signifikan namun pada periode paska krisis ada satu saham yang mempunyai korelasi signifikan. Pada lag-3 periode krisis tidak ada tetapi pada paska krisis ada 2 saham yang mempunyai korelasi signifikan.

## Saran

Informasi yang relevan adalah elemen kunci untuk memperoleh keuntungan dalam berinvestasi di pasar modal. Hasil penelitian tentang uji efisiensi pasar modal bentuk lemah memang mengakibatkan tanggapan yang bervariasi. Berdasarkan hasil penelitian serta kesimpulan di atas maka disarankan:

### 1. Bagi investor dan calon investor

Dalam berinvestasi di pasar modal sebaiknya para investor dan calon investor agar tidak menderita kerugian selalu memperhatikan dan memanfaatkan informasi yang relevan dalam keputusan beli atau jual saham, dan informasi masa lalu bukan informasi yang relevan.

### 2. Agenda penelitian mendatang

Peneliti yang berminat menguji efisiensi pasar modal bentuk lemah agar menggunakan periode waktu yang lebih maju lagi misalnya tahun 2008 guna membuktikan bahwa semakin canggih informasi dan teknologi dapat meningkatkan efisiensi pasar modal.

## Daftar Referensi

- Arianto, E ., Pengujian Standart CAPM di Bursa Efek Jakarta, Pengamatan Selama 1994-1995, *Majalah Manajemen*, Edisi. Sep-Okt 996.
- Bodie, Kane and Marcus (2005), *Investment*, Sixth Edition, Singapore: the McGraw-Hill/Irwin Companies, Inc.
- Dosinta (2004), Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah: Untuk Melihat Peningkatan Efisiensi Dalam Dua Periode Yang Berbeda, Yogyakarta: Tesis FE-UGM
- Fakhrudin dan Darmadji (2001), *Pasar Modal Di Indonesia*, Jakarta: PT Salemba Emban Patria.
- Ghozali (2005), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Husnan (1993), *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan (UPP) AMP YKPN.
- Jogianto (2000), *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, Edisi 2, Yogyakarta: BPFE
- Jones, P., *Investments Analysis And Management*, Fifth Edition, The United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Khajar (2008), *Manajemen Keuangan Dengan Microsoft Excel*, Semarang: Sultan Agung Press.
- Khajar (2007), *Pengantar Manajemen Keuangan*, Semarang: Sultan Agung Press.
- Lind, Mason and Marchal (2000), *Basic Statistic For Business And Economics*, Third Edition, Singapore: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Legowo (1995), *Efisiensi Pasar Modal: Perbandingan Pada Dua Periode Yang Berbeda Dalam Pasar Modal Indonesia*, Yogyakarta: Tesis FE-UGM

- Madura (2003), *Financial Markets And Institutions*, Sixth Edition, Singapore: Thomson, South-Western.
- Siegel (1994), *Statistik Nonparametrik Untuk Ilmu-Ilmu Sosial*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Sianturi (1995), *Efisiensi Pasar Modal Di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1995*, Yoyakarta: Tesis FE UGM
- Sularso, R., Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum Dan Sesudah Ex-Dividend Date Di Bursa Efek Jakarta (BEJ), *Jurnal Akuntansi & Keuangan* Vol.5, Mei 2003: 1-17, Surabaya: Universitas Kristen Petra.

---

\* **Ibnu Khajar** adalah staf pengajar dan peneliti di Fakultas Ekonomi, Universitas Sultan Agung Semarang. Bidang minat penulis adalah manajemen keuangan. Saran dan kritik yang membangun bisa langsung menghubungi penulis dengan alamat email: [ibnu\\_khajar@yahoo.com](mailto:ibnu_khajar@yahoo.com)