

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Landasan Teori Pengujian Pasar Efisiensi Bentuk Lemah

Pengujian pasar efisiensi bentuk lemah dilakukan untuk menguji ada tidaknya hubungan antara harga atau return sekuritas masa lalu dengan harga atau return sekuritas sekarang atau mendatang. (Jogiyanto, 2000:382)

Pengujian terhadap efisiensi Pasar Modal dalam bentuk lemah menggunakan pengujian koefisien korelasi perubahan harga saham untuk *Time Lag* tertentu. (Suad Husnan, 2001:270)

Secara teori, Pasar Modal Efisien dalam Bentuk Lemah berarti bahwa perubahan harga saham di waktu yang lalu tidak dapat dipergunakan untuk memperkirakan perubahan harga saham di waktu yang akan datang, sehingga perlu dilakukan pengamatan terhadap korelasi perubahan harga saham di waktu yang lalu dengan perubahan harga saham di waktu yang akan datang. Dengan demikian, apabila harga pada waktu t dinyatakan dengan P_t , maka perubahan harga saham tersebut akan sesuai dengan persamaan berikut ini:

$$P_t - P_{t-1} = a + b (P_{t-1-T} - P_{t-2-T}) + e_t$$

Dalam hal ini,

P_t = harga pada waktu ke t .

a = menunjukkan perubahan harga yang akan datang tidak berkorelasi dengan perubahan

harga di waktu yang lalu. Karena sebagian besar saham mempunyai tingkat keuntungan positif, maka a seharusnya positif.

$b =$ menunjukkan hubungan antara perubahan harga di waktu yang lalu dengan perubahan harga di masa yang akan datang. Diharapkan nilai parameter b tidak berbeda secara nyata dengan nol, yang berarti bahwa tidak ada hubungan antara perubahan harga di waktu lalu dengan perubahan harga di masa yang akan datang.

$e =$ merupakan angka random, termasuk dalam variabilitas perubahan harga saat ini dan tidak berkorelasi dengan perubahan harga di waktu yang lalu.

Pengujian dari efisiensi pasar bentuk lemah dilakukan dengan cara pengujian statistik atau dengan cara pengujian menggunakan aturan-aturan perdagangan teknis (*technical trading rules*), (Jogiyanto, 2000:383).

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan pengujian statistik. Pengujian secara statistik terdiri dari pengujian dengan menggunakan korelasi dan regresi linier. Kemudian melakukan pengujian *Run* untuk menentukan jumlah larian.

2.2 Penelitian Empiris

Banyak penelitian yang telah dilakukan untuk menguji Pasar Modal termasuk dalam Efisiensi Bentuk Lemah atau tidak. Di Indonesia, penelitian tentang Efisiensi Bentuk Lemah pernah dilakukan oleh Suad Husnan pada tahun 1980 dan yang dilakukan oleh Widayat pada periode 1980-1983 terhadap Pasar Modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta), yang menemukan bahwa Bursa Efek Jakarta belum termasuk

dalam efisiensi Bentuk Lemah. (Jurnal Ekonomi dan Bisnis (Dian Ekonomi) Vol. VII No. 2 September 2001:169)

Kemudian pada tahun 1990, Suad Husnan, dan Esti pada tahun 1995, melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta. Pengujian dengan otokorelasi menyimpulkan bahwa sebagian besar saham merupakan otokorelasi yang rendah, tetapi dengan metodologi yang lebih baik ditemukan adanya kecenderungan gerakan saham berkapitalisasi kecil mengikuti saham berkapitalisasi besar atau gerakan pasar.

2.3 Pengertian Pasar Modal

Pasar Modal adalah wahana yang mempertemukan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang menyediakan dana sesuai dengan aturan yang ditetapkan oleh lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pasar modal dalam artian pasar abstrak adalah perdagangan surat berharga yang tidak harus terjadi pada suatu tempat tertentu. Sedangkan bursa efek merupakan bentuk konkrit dari pasar modal.

Bursa efek adalah bursa yang menyelenggarakan jual beli efek secara teratur. Dana yang ditawarkan melalui pasar modal adalah dana yang berbentuk efek atau surat berharga, yang bersifat jangka panjang lebih dari satu tahun.

Suad Husnan (2001, h.3) mendefinisikan pasar modal sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri. Instrumen tersebut diterbitkan oleh *public authorities*, pemerintah dan perusahaan swasta.

Bursa Efek berperan dalam menyediakan semua sarana perdagangan efek (fasilitator), membuat peraturan yang berkaitan dengan kegiatan bursa, mengupayakan likuiditas konsumen, mencegah praktek-praktek yang dilarang di bursa (seperti kolusi, pembentukan harga yang tidak wajar, *insider trading*, dan sebagainya), menyebar luaskan informasi bursa serta menciptakan instrumen dan jasa baru.

Bursa efek adalah sebuah perseroan terbatas yang didirikan dengan tujuan untuk menyelenggarakan perdagangan efek yang teratur, wajar dan efisien. Pemegang saham dari Bursa efek adalah perusahaan efek yang memperoleh ijin usaha untuk melakukan kegiatan sebagai perantara pedagang efek. Sebagai *Self Regulatory Organization* (SRO) Bursa Efek memiliki kewenangan membuat peraturan untuk mengatur anggotanya. Peraturan yang ditetapkan oleh Bursa Efek adalah peraturan mengenai keanggotaan, pencatatan, perdagangan, kesepadanan efek (*fungibility*), kliring dan penyelesaian transaksi bursa, dan hal-hal lain yang berkaitan dengan kegiatan Bursa Efek.

Efisiensi Pasar

Pasar efisien merupakan kondisi pasar yang bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Pasar modal dikatakan semakin efisien apabila informasi baru semakin cepat tercermin pada harga sekuritas. (Suad Husnan:264, 2001)

West (1975) memberikan pengertian yang berbeda tentang pasar modal yang efisien, yaitu *internal efficiency* dan *external efficiency*. *Internal efficiency* menunjukkan bahwa pasar modal bukan hanya memberikan harga yang “benar” tetapi juga memberikan berbagai jasa yang diperlukan oleh para pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Sedangkan *external efficiency* menunjukkan bahwa pasar berada dalam keadaan keseimbangan sehingga keputusan perdagangan saham berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak dapat memberikan tingkat keuntungan di atas tingkat keuntungan keseimbangan.

Efisiensi external sesuai dengan pengertian efisiensi mikro pasar modal, yaitu suatu kondisi seberapa jauh pasar modal efisien secara informasional (*informationally efficient*).

2.4 Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar

Bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasi (*informationally efficient market*) dan ditinjau dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia.

2.4.1 Efisiensi pasar secara informasi

Hubungan antara harga sekuritas dengan informasi merupakan kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien. Fama menjelaskan bahwa informasi yang dimaksud adalah informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan

dan informasi privat. Terdapat tiga bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan dari bentuk informasi tersebut, yaitu:

1. *Efisiensi pasar bentuk lemah (weak form)*

Apabila harga-harga sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu, maka pasar dapat dikatakan efisien bentuk lemah. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang apabila pasar efisien secara bentuk lemah. Hal tersebut berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

Bentuk efisiensi pasar secara bentuk lemah berkaitan dengan teori langkah acak (*Random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu berhubungan dengan nilai sekarang.

2. *Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (semi strong form)*

Pasar dikatakan bentuk efisien setengah kuat apabila harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan, termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

Berikut ini informasi yang dapat dipublikasikan, antara lain:

a. Informasi yang dipublikasikan hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh

perusahaan emiten dan informasi tersebut berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan adalah:

- pengumuman laba
- pengumuman pembagian dividen
- pengumuman pengembangan produk lama
- pengumuman merger dan akuisisi
- pengumuman perubahan metode akuntansi
- pengumuman pergantian pemimpin perusahaan

b. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak apada harga-harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena regulasi, misalnya regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan (*reserved requirment*) yang harus dipenuhi oleh bank. Informasi tersebut akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas terhadap bank dan semua emiten di dalam industri perbankan.

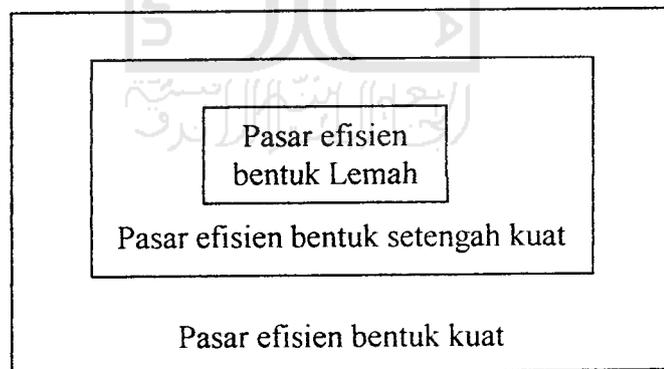
c. Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham, berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan.

Investor atau grup dari investor tidak dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu yang lama apabila pasar efisien dalam bentuk setengah kuat.

3. *Efisiensi pasar bentuk kuat (strong form)*

Apabila harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat maka pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat; dan tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Ketiga bentuk pasar tersebut berhubungan satu dengan yang lainnya, berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.

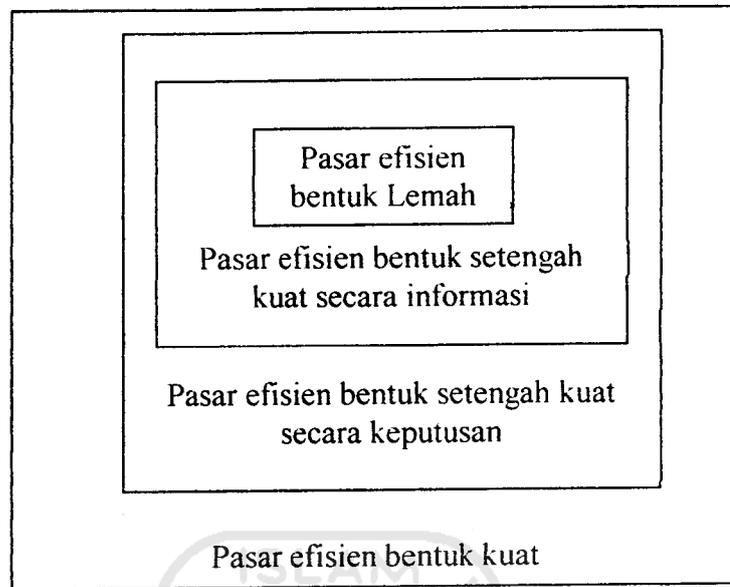


Gambar 2.1. Tingkatan kumulatif dari ketiga bentuk pasar efisien
(Jogiyanto : 357, 2000)

2.4.2 Efisiensi Pasar secara Keputusan

Menurut Jogiyanto (359:2000) efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*) adalah efisiensi pasar jika semua informasi tersedia dan semua pelaku pasar dapat mengambil keputusan dengan canggih. Efisiensi pasar perlu dilihat berdasarkan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan.

Menurut versi Fama, berdasarkan pada informasi yang didistribusikan, maka efisiensi pasar secara keputusan merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Perbedaan antara efisiensi pasar secara informasi dengan efisiensi pasar secara keputusan adalah efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaan informasi, efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan dua buah faktor yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar. Karena melibatkan lebih banyak faktor dalam menentukan pasar yang efisien, suatu pasar yang efisien secara keputusan merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang lebih tinggi dibandingkan dengan efisiensi pasar bentuk kuat secara informasi.



Gambar 2.2. Tingkatan kumulatif dari keempat bentuk pasar efisien

2.5 Alasan-alasan Pasar yang Efisien dan Tidak Efisien

Terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi efisien (Jogiyanto:375, 2000). Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa berikut ini:

1. Investor adalah penerima harga (*price taker*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari sekuritas yang ditentukan oleh banyak investor yang ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*. Hal tersebut terjadi jika pelaku-pelaku pasar terdiri dari sejumlah besar institusi-institusi dan individual-individual rasional yang mampu mengartikan dan menginterpretasikan informasi dengan baik untuk digunakan menganalisis, menilai dan melakukan transaksi penjualan/pembelian sekuritas bersangkutan.

2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut dengan biaya murah bahkan diperoleh secara cuma-cuma melalui radio dan televisi. Pelaku pasar menerima informasi melalui media massa baik media cetak maupun media elektronika sehingga informasi dapat diterima pada saat yang bersamaan. Untuk pasar yang efisien, harga dari informasi relatif murah untuk diperoleh publik.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*Random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random satu dengan yang lainnya. Informasi dihasilkan secara random berarti bahwa investor tidak dapat memprediksikan kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individu-individu yang canggih (*sophisticated*) yang memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

Pasar dapat menjadi tidak efisien jika terdapat kondisi-kondisi berikut ini:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu

informasi yang sama. Kondisi ini terjadi jika penyebaran informasi tidak merata sehingga ada sebagian pelaku pasar yang menerima informasi tepat waktu, sebagian menerima informasi dengan terlambat dan sisanya ada yang tidak menerima informasi sama sekali. Kondisi seperti ini disebut dengan *information asymmetric* (informasi yang tidak simetris). Pelaku pasar yang mempunyai akses privat terhadap informasi dan menggunakannya untuk bertransaksi disebut dengan *insider trader*. Sedangkan perdagangan sekuritas yang menggunakan informasi privat atau *insider trading* merupakan kegiatan yang melanggar hukum karena merugikan pelaku pasar lainnya yang tidak mendapatkan informasi bersangkutan.

3. Informasi yang disebarakan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku-pelaku pasar.

Investor adalah individual-individual yang lugas (*naïve investor*) yang tidak cangguh. Untuk pasar yang tidak efisien, banyak investor yang bereaksi terhadap informasi secara lugas, karena kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Karena kondisi tersebut, maka seringkali mereka melakukan keputusan yang salah, akibatnya sekuritas dinilai secara tidak tepat. (Jogiyanto : 376, 2000)

2.6 Definisi Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar didefinisikan dalam beberapa macam definisi, yaitu:

1. Definisi pasar didasarkan pada nilai intrinsik sekuritas
2. Definisi efisiensi pasar didasarkan pada akurasi dari harga sekuritas (Fama, 1970)
3. Definisi efisiensi pasar didasarkan pada distribusi dari informasinya (Beaver, 1989)
4. Definisi efisiensi pasar didasarkan pada proses dinamik (Jones, 1995)

2.6.1 Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Nilai Intrinsik Sekuritas

Definisi dari efisiensi pasar berdasarkan nilai intrinsik sekuritas adalah pasar yang nilai-nilai sekuritasnya tidak menyimpang dari nilai-nilai intrinsiknya. Yang dimaksud dengan sekuritas-sekuritas yang harganya menyimpang dari nilai intrinsiknya atau nilai fundamentalnya yaitu sekuritas-sekuritas yang dihargai kurang benar (*mispriced*), yang berasal dari praktek analisis sekuritas yang menemukan sekuritas-sekuritas dengan harga yang kurang benar. Berdasarkan hal tersebut maka efisiensi pasar (*market efficiency*) diukur dari seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai intrinsiknya.

2.6.2 Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Akurasi dari Ekspektasi Harga

Definisi pasar menurut Fama (1970) adalah suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga sekuritas “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia

(a security market is efficient if security prices "fully reflect" the information available).

Dalam definisi Fama ditekankan pada dua aspek, yaitu 'fully reflect' dan 'information available'. 'Fully Reflect' menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada, dan menurut Fama, pasar dikatakan efisien jika dengan menggunakan informasi yang tersedia (*information available*), investor-investor secara akurat dapat mengekspektasi harga dari sekuritas bersangkutan. Definisi efisiensi pasar menurut Fama menimbulkan banyak perdebatan.

Menurut Beaver (1989) definisi menurut Fama tersebut tidak jelas, tidak operasional dan sirkular. Dikatakan sirkular karena menurut Beaver sudah pasti bahwa perubahan harga karena informasi yang tersedia. Definisi Fama tidak menunjukkan seberapa cepat dan seberapa tepat perubahan harga tersebut diakibatkan oleh informasi yang tersedia.

Permasalahan lain dari definisi pasar efisien menurut Fama adalah menyangkut ekspektasi dari investor-investor terhadap harga sekuritas. Permasalahan yang timbul adalah tentang ekspektasi siapa yang akan dipakai, apakah ekspektasi investor tertentu atau semua investor. Kalau digunakan semua ekspektasi investor, apakah setiap investor mempunyai ekspektasi yang sama ?

Dengan menyadari bahwa definisinya sulit dibuktikan secara empiris karena dibutuhkan suatu *benchmark* yang menunjukkan akurasi dari ekspektasi harga semua investor, maka Fama mengusulkan dibutuhkannya suatu model

equilibrium untuk menentukan fungsi harga-harga di masa datang akibat informasi sekarang. Dengan demikian hasil uji empiris ini, menjadi uji gabungan (*join test*) antara model equilibrium yang digunakan dengan efisien pasar. Tanpa model equilibrium, maka hipotesa pasar efisien (*efficiency market hypothesis*) tidak dapat diuji. (Jogiyanto : 366, 2000)

2.6.3 Definisi Efisiensi Pasar Berdasarkan Distribusi Informasi

Definisi efisiensi pasar berdasarkan distribusi informasi menurut Beaver (1989) yaitu pasar dikatakan efisien terhadap suatu sistem informasi, jika dan hanya jika harga-harga sekuritas bertindak seakan-akan setiap orang mengamati sistem informasi tersebut. Definisi Beaver mempunyai arti bahwa pasar dikatakan efisien terhadap satu set informasi yang spesifik (dihasilkan dari suatu sistem informasi) jika harga yang diterima setelah informasi diterima oleh pelaku pasar sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan satu set informasi tersebut.

Harga yang terjadi di pasar efisien ini disebut dengan “*full-information price*”.

2.6.4 Definisi Efisiensi Pasar Didasarkan pada Proses Dinamik

Informasi yang tidak simetris / asimetrik informasi (*information asymmetric*) adalah informasi singkat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapat informasi saja (*informed investors*). Definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan

menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris itu.

Definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris tersebut. Definisi yang didasarkan pada proses dinamik ini menekankan pada kecepatan penyebaran informasi yang tidak simetris. Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi ini dilakukan secara tepat sehingga informasi menjadi simetris, yaitu setiap orang memiliki informasi ini.

Suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut. Demikian menurut Jones definisi dari pasar yang efisien.

Ada beberapa penjelasan yang mendasari informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris, yaitu:

1. Informasi privat disebarkan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan emiten.
2. Investor yang memiliki informasi privat akan menggunakannya dan bersedia untuk menjualnya.
3. Investor yang mendapat informasi secara privat akan melakukan tindakan yang spekulatif (*speculative behavior*).
4. Investor yang tidak mempunyai informasi privat akan mendapatkan informasi tersebut dengan mengamati lewat perubahan harga yang terjadi

atau disebut juga dengan teori ekspektasi rasional (*Rational expectation theory*).

2.7 Tiga Bentuk Teori Pasar Modal yang Efisien

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Fama mengklasifikasikan efisiensi penetapan harga pasar saham ke dalam tiga bentuk, yaitu bentuk lemah, bentuk setengah kuat dan bentuk kuat. Berikut ini penjelasan dari ketiga bentuk tersebut:

1. *Weak form efficiency* (bentuk lemah)

Harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu yang lalu. Pemodal tidak dapat memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu.

2. *Semi strong form efficiency* (bentuk setengah kuat)

Harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Pemodal tidak dapat memperoleh keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*.

3. *Strong form efficiency* (bentuk kuat)

Harga-harga mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan dan informasi yang dapat diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian.

Fama mengklasifikasikan informasi menjadi tiga tipe, yaitu:

1. *Past price changes* (perubahan harga di waktu lalu)
2. *Public information* (informasi yang tersedia kepada publik)
3. *Public and private information* (informasi yang tersedia baik kepada publik maupun tidak)

Berikut ini tabel tentang bentuk-bentuk efisiensi pasar:

Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar	
Bentuk	Informasi yang dicerminkan dalam harga
- Lemah	Data historis
- Semi kuat	Data historis ditambah informasi umum lainnya
- Kuat	Data historis, informasi umum dan informasi khusus

Tabel 2.5. Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar

2.8 Pengujian terhadap Efisiensi Pasar Modal

Pengujian bentuk lemah dari efisiensi penetapan harga menyelidiki tentang:

1. aturan-aturan mekanis seperti pola pergerakan harga dan volume perdagangan
2. reaksi yang berlebihan yang mengindikasikan reaksi yang berlebihan dari para investor, dapat digunakan untuk memproyeksikan harga-harga di masa mendatang dengan cara seperti untuk menghasilkan pengembalian abnormal positif. (Frank Fabozzi : 253, 1999)

Aturan mekanis

Aturan mekanis dilakukan oleh peserta pasar yang biasanya disebut sebagai analisis teknis atau *chartists*. Prinsip dari strategi ini adalah untuk mendeteksi perubahan-perubahan dalam penawaran dan permintaan untuk saham dan melakukan kapitalisasi pada perubahan yang diharapkan.

- Aturan penyaring sederhana

Yang paling sederhana dari strategi teknisi adalah membeli dan menjual dengan dasar pergerakan harga saham telah disebutkan sebelumnya; aturan secara mendasar adalah jika saham meningkat sesuai dengan prosentase tertentu, saham dibeli dan dipegang sampai harga menurun dengan prosentase tertentu, sampai waktu saham tersebut dijual. Prosentase dengan harga harus berubah disebut dengan *penyaring (filter)*. Penelitian asli tentang keuntungan dari aturan filter sederhana dilakukan oleh Sidney S. Alexander pada tahun 1961. Penyesuaian untuk kekurangan metodologi Alexander dipelajari oleh Fama dan Blume pada tahun 1966 yang menemukan bahwa perubahan harga menunjukkan trend tetap; tetapi trend tersebut terlalu kecil untuk dipatahkan setelah mempertimbangkan biaya transaksi dan faktor-faktor lain yang harus diperhitungkan dalam menilai strategi. Strategi perdagangan teknis jangka pendek yang didasarkan pada pergerakan harga masa lalu dapat menghasilkan pengembalian risiko disuakan, yang signifikan secara statistik setelah penyesuaian untuk jenis-jenis biaya transaksi yang dihadapi oleh pedagang kelas bawah dan manajer keuangan profesional.

- *Rata-rata bergerak*

Analisis teknis mengambil keputusan untuk membeli dan menjual suatu saham didasarkan pada pergerakan suatu saham selama periode waktu yang panjang. Rata-rata harga selama periode waktu dihitung, dan suatu peraturan dibuat bahwa jika harga lebih besar dari prosentase rata-rata, maka saham harus dibeli; jika harga lebih kecil dari prosentase rata-rata, maka saham harus dijual. Cara untuk menghitung rata-rata adalah dengan menghitung rata-rata bergerak sederhana (*simple moving average*). Rata-rata bergerak yang lebih kompleks dapat dihitung dengan memberi timbangan yang lebih besar terhadap harga-harga yang lebih baru. Strategi yang didasarkan pada rata-rata bergerak menghasilkan pengembalian yang lebih rendah daripada strategi sederhana beli dan pegang.

- *Kekuatan Relatif*

Kekuatan relatif saham diukur dengan rasio harga saham terhadap beberapa indeks harga berupa harga-harga saham dalam industri tertentu atau indeks yang luas dari semua saham. Jika rasio meningkat, diduga bahwa saham berada dalam trend yang meningkat relatif terhadap indeks; jika harga turun, diduga bahwa saham trendnya menurun relatif terhadap indeks. Kekuatan relatif mengacu sebagai momentum harga atau ketepatan harga.

- *Hubungan harga dan perdagangan*

Hubungan harga dan volume sebagai tanda untuk mendeteksi pergerakan harga saham yang digunakan dalam beberapa analisis teknis. Peningkatan dalam

volume perdagangan dan harga menandakan para investor tertarik kepada saham, dan rasa tertarik ini harus dipertahankan.

Sebaliknya, peningkatan harga yang diikuti oleh penurunan volume perdagangan merupakan penurunan lanjutan dari harga saham. Beberapa penelitian secara empiris menyelidiki penilaian tentang hubungan antara harga dan volume perdagangan.

Charles Ying menemukan bahwa volume cenderung mendorong untuk menghindari akibat dari datangnya berita-berita dalam hubungan harga dan volume. Michael Smirlock dan Laura Starks, menemukan bahwa dalam hari-hari perdagangan dengan pengumuman adanya pendapatan, volume yang titiknya meningkat (atau harga yang meningkat) adalah lebih tinggi. Hal ini menyatakan bahwa peningkatan harga dan volume adalah respon terhadap informasi. Sebaliknya, dalam hari-hari perdagangan dengan tidak ada pengumuman pendapatan, tidak ada bukti yang ditemukan untuk mendukung pertentangan bahwa ada hubungan positif antara perubahan harga dan volume. (Frank Fabozzi, 253:1999)

Untuk menguji pasar modal efisiensi dalam bentuk lemah, digunakan pengujian koefisien korelasi perubahan harga saham untuk *time lag* tertentu. Pasar modal efisien bentuk lemah berarti perubahan harga saham diwaktu yang lalu tidak dapat digunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang. Sehingga perlu diteliti korelasi perubahan harga di waktu yang lalu dengan perubahan harga di masa yang akan datang, dengan persamaan sebagai berikut:

$$P_t - P_{t-1} = a + b(P_{t-1-T} - P_{t-2-T}) + e_t$$

Dalam hal ini,

P_t = harga pada waktu ke t.

a = menunjukkan perubahan harga yang akan datang tidak berkorelasi dengan perubahan

harga di waktu yang lalu. Karena sebagian besar saham mempunyai tingkat keuntungan positif, maka a seharusnya positif.

b = menunjukkan hubungan antara perubahan harga di waktu yang lalu dengan perubahan harga di masa yang akan datang. Diharapkan nilai parameter b tidak berbeda secara nyata dengan nol, yang berarti bahwa tidak ada hubungan antara perubahan harga di waktu lalu dengan perubahan harga di masa yang akan datang.

e = merupakan angka random, termasuk dalam variabilitas perubahan harga saat ini dan tidak berkorelasi dengan perubahan harga di waktu yang lalu.

Apabila $T = 0$, maka persamaan tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara perubahan harga yang akan datang dengan perubahan harga yang terakhir.

Apabila $T = 1$, maka berarti bahwa hubungan antara perubahan harga yang akan datang dengan perubahan harga dua periode sebelumnya.

2.9 Indeks Harga Saham

Indeks harga saham merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. Di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki 5 fungsi, yaitu:

1. sebagai indikator trend pasar
2. sebagai indikator tingkat keuntungan
3. sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio
4. memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif
5. memfasilitasi berkembangnya produk derivatif

Di Bursa Efek Jakarta terdapat 5 jenis indeks, antara lain:

1. Indeks Individual, menggunakan indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya.
2. Indeks Harga Saham Sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor

Di Bursa Efek Jakarta indeks sektoral terbagi atas 9 sektor, yaitu:

- a. Sektor-sektor Primer (ekstraktif)
 1. Pertanian
 2. Pertambangan
- b. Sektor-sektor Sekunder (industri manufaktur)
 3. Industri Dasar dan Kimia
 4. Aneka Industri
 5. Industri barang konsumsi

- c. Sektor-sektor Tersier (Jasa)
6. Properti dan Real Estate
 7. Transportasi dan infra struktur
 8. Keuangan
 9. Perdagangan, jasa dan investasi
3. Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuidasi perdagangan saham dan disesuaikan setiap 6 bulan (setiap awal Februari dan Agustus). Dengan demikian saham yang terdapat dalam indeks tersebut akan selalu berubah.
4. Indeks Harga Ssaham Gabungan (*Composite share Price Index*), menggunakan semua saham yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.
5. Indeks Syari'ah atau JII (*Jakarta Islamic Index*). JII merupakan indeks terakhir yang dikembangkan oleh Bursa Efek Jakarta bekerja sama dengan Danareksa Investment Management. Indeks ini merupakan indeks yang mengakomodasi syari'ah investasi dalam Islam atau indeks yang berdasarkan syari'ah Islam. Dengan kata lain, dalam indeks ini dimasukkan saham-saham yang memenuhi kriteria investasi dalam syariat Islam.