

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

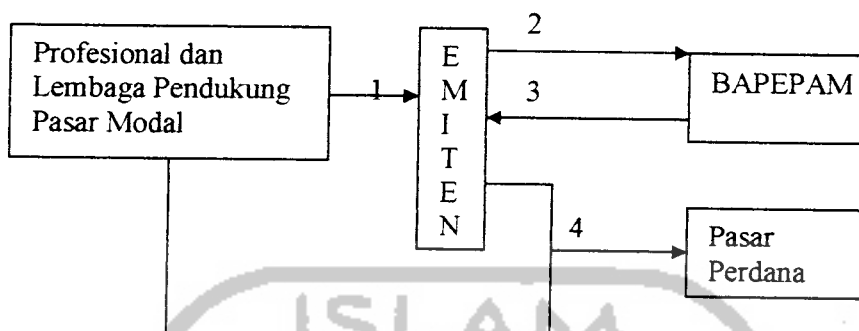
2.1. Organisasi dan Struktur Pasar Modal Indonesia

2.1.1. Jenis-Jenis Pasar Di Dalam Pasar Modal

Pasar modal berperan penting bagi pembangunan ekonomi sebagai salah satu sumber pembiayaan eksternal bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat. Di dalam pasar modal mencakup pasar perdana dan pasar sekunder. Pasar perdana adalah pasar dimana untuk pertama kalinya efek baru dijual kepada investor oleh perusahaan yang mengeluarkan efek tersebut. Jika perusahaan menjual efek untuk pertama kalinya maka penjualan ini disebut sebagai penawaran perdana (*Initial Public Offering* atau *Going Public*)

Perusahaan yang akan melakukan penawaran publik (*public offering*) di Indonesia pada dasarnya melalui prosedur yang ditunjukkan Gambar 2.1. Pertama, perusahaan (*emiten*) tersebut, dengan bantuan profesional dan lembaga pendukung pasar modal, akan menyiapkan berbagai dokumentasi serta persyaratan yang diperlukan untuk *go public*. Salah satu profesional pendukung pasar modal yang memegang peran penting adalah *underwriter*. *Underwriter* membantu perusahaan mulai dari menentukan harga perdana hingga memasarkan efek yang ditawarkan kepada calon investor. Profesional dan lembaga-lembaga yang terkait dengan penawaran publik antara lain adalah akuntan publik, notaris, konsultan hukum, *Trustee* (untuk penjualan obligasi), dan *guarantor*.

Gambar 2.1 Proses Penawaran Publik di Pasar Perdana



1. Profesional dan lembaga pendukung pasar modal membantu emiten dalam menyiapkan dokumen penawaran publik.
2. Emiten menyerahkan Pernyataan Pendaftaran kepada BAPEPAM.
3. Pernyataan Pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM.
4. Emiten dan lembaga dan professional pendukung melakukan penawaran publik pada pasar perdana.

Sumber: Jakarta Stock Exchange, Fact Book 1996.

Pasar perdana tidak akan berfungsi dengan baik tanpa adanya pasar sekunder. Pasar sekunder memberikan likuiditas bagi investor untuk melakukan jual beli saham kapanpun sesuai dengan keinginan investor. Di Indonesia pasar sekunder dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Kegiatan transaksi jual beli di pasar sekunder tidak mempengaruhi perusahaan yang mengeluarkan efek karena perusahaan tersebut tidak menerima kas dari transaksi tersebut.

2.1.2. Para Pelaku Di Dalam Pasar Modal

Banyak lembaga yang kegiatannya berhubungan dengan pasar modal. Tanpa adanya lembaga-lembaga tersebut pasar modal tidak dapat berkembang dan sebaliknya tanpa pasar modal berbagai lembaga itu tidak akan dapat tumbuh dengan baik. Para pelaku dalam pasar modal dikategorikan menjadi 3 kelompok, yaitu:

- 1) Badan yang bertugas mengawasi pasar modal. Di Indonesia tanggung jawab ini dipegang oleh Bapepam. Menurut Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pada dasarnya Bapepam mempunyai wewenang untuk menginterpretasikan hukum dan perundang-undangan mengenai berbagai hal dalam wilayah yurisdiksinya, dan untuk membuat peraturan-peraturan dan keputusan-keputusan independent untuk pelaksanaannya (Herianto, 1998).
- 2) Pihak-pihak yang secara langsung terlibat dengan perdagangan efek seperti emiten, investor, badan pengelola bursa, dan perantara / pedagang efek. Emiten adalah perusahaan yang memperoleh dana melalui pasar modal dengan menjual sekuritas / efek kepada masyarakat luas. Investor adalah orang yang memasok dana ke pasar modal sehingga kemajuan suatu pasar modal sangat tergantung pada peran yang dipakai investor. Dan perantara perdagangan efek atau Broker adalah pihak yang membeli dan menjual efek di bursa atas permintaan investor.

- 3) Pihak-pihak yang mendukung kepastian, kelancaran, dan ketertiban pasar modal seperti Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dan Kliring Penjamin Efek Indonesia (KPEI) dan wali amanat (*Trustee*).

2.2. Pasar Modal yang Efisien

2.2.1. Definisi Pasar Modal yang Efisien

Pengertian pasar modal efisien yang diterima secara luas adalah pasar modal yang apabila terdapat informasi baru, maka informasi tersebut tersebar luas, cepat dan mudah didapat secara murah oleh investor. Informasi ini meliputi hal yang diketahui dan relevan untuk mempertimbangkan harga saham dan tercermin secara cepat dalam harga saham. Menurut Yong (1997), istilah pasar efisien pertama kali digunakan dalam konteks pasar sekuritas oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll (1969). Mereka menyatakan bahwa pasar efisien adalah pasar yang membuat penyesuaian secara cepat terhadap informasi baru yang muncul. Fama (1976) memperbaiki definisinya mengenai pasar efisien dengan mengatakan bahwa pasar efisien merupakan pasar yang menggunakan semua informasi secara benar. Perubahan harga secara acak maksudnya perubahan harga tidak dipengaruhi oleh data waktu lalu, dan oleh karena itu seri perubahan harga masa lalu tidak bisa digunakan untuk menaksir perilaku harga waktu akan datang secara signifikan.

Sedangkan Richard R. West (1975) menjelaskan pengertian dari efisiensi pasar modal sebagai berikut:

1) External Efficiency

Pasar modal yang informasinya tersedia secara luas dan murah untuk para investor dan semua informasi yang relevan telah dicerminkan dalam harga-harga surat berharga tersebut.

2) Internal Efficiency

Pasar yang menyediakan jasa transaksi untuk pembelian dan penjualan dengan biaya serendah mungkin dan mampu mengakomodasikan kondisi kelebihan penawaran dan permintaan temporer.

3) Allocation Efficiency

Pasar dikatakan efisien apabila pasar modal dapat melaksanakan alokasi dana secara efisien. Francis menyebutkan bahwa *allocational efficiency* terjadi bila penetapan harga sedemikian rupa sehingga *rate of return* yang sudah disesuaikan dengan resiko marginal sama bagi penabung dan investor. *Allocational efficiency* disebut juga efisiensi makro.

2.2.2. Alasan Pasar Modal Efisien

Terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi efisien. 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 suatu sekuritas. Harga sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*.

2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah. Umumnya pelaku pasar menerima informasi lewat radio, koran, atau media masa lainnya.
3. Informasi dihasilkan secara acak (random) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random. Artinya bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi 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.

Haugen (2001) menerangkan bahwa ada empat ciri atau karakteristik pasar yang efisien, yaitu:

1. Harga sekuritas bertindak secara cepat (*quick*) dan tepat (*accurately*) bila menerima informasi baru yang relevan.
2. Perubahan hasil (*return*) saham yang diharapkan dari waktu ke waktu dihubungkan dengan tingkat bunga bebas resiko dan perubahan tingkat risiko premium atas sekuritas bersangkutan.
3. Kita tidak bisa membedakan antara investasi yang menguntungkan dengan investasi yang tidak menguntungkan untuk waktu yang akan datang berdasar ciri-ciri investasi saat ini atau waktu lalu

4. Jika kita memisahkan investor yang ahli dengan investor yang tidak ahli, maka kita tidak dapat membuat perbedaan secara nyata diantara prestasi kedua kelompok investor tersebut.

2.2.3. Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar

- **Efisiensi Pasar Secara Informasi**

Efisiensi pasar modal tergantung pada kondisi tertentu, terutama volume perdagangan. Pasar dengan volume perdagangan yang relative kecil menyulitkan investor untuk bereaksi terhadap informasi baru dan memudahkan bagi pedagang besar untuk memanipulasi karena adanya *channel* informasi (Banner, 1985).

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut:

- 1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form efficiency*)

Dalam efisiensi bentuk lemah ini menyatakan bahwa harga sekuritas saat ini mencerminkan informasi harga sekuritas dimasa lalu. Nilai tukar aktual berubah secara random sekitar tingkat keseimbangan yang diharapkan hal ini disebut *random walk hypothesis*. Random walk hypothesis memberikan alasan ekonomi yang baik untuk menerangkan pergerakan harga yang tidak beraturan. Harga sekuritas bereaksi secara cepat terhadap informasi yang ada, tetapi tidak dapat diperkirakan. Karena harga sekuritas bereaksi secara sensitif

terhadap kejadian yang tidak dapat diperkirakan yang secara acak mempengaruhi pasar, maka nilai tukar bergerak secara random. Berdasarkan penelitian-penelitian yang dilakukan, momentum suatu harga saham itu memang ada dan jika para investor dapat dengan cepat melakukan transaksi pada awal pergerakan naik harga saham-saham tersebut, maka keuntungan besar dapat dicapai oleh investor.

2) Efisiensi Pasar Bentuk Semi Kuat (*semi-strong form*)

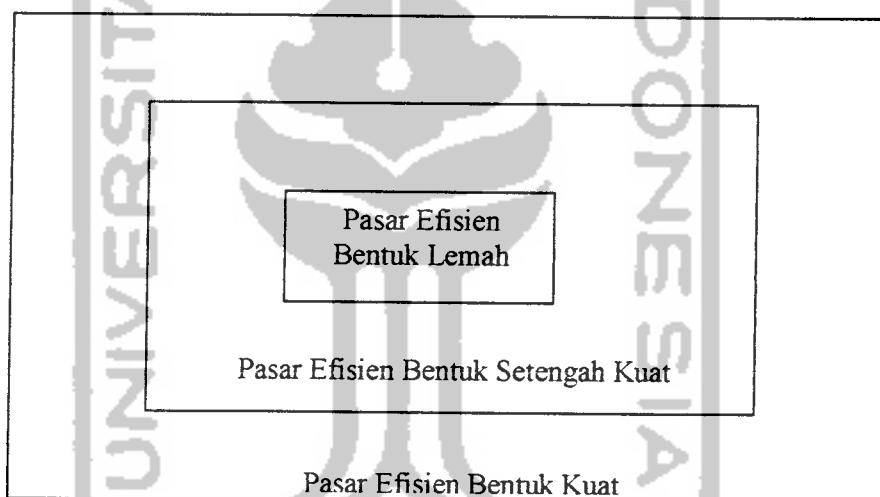
Pada efisiensi bentuk setengah kuat ini nilai tukar yang akan datang tidak hanya menggambarkan nilai tukar di masa lalu tetapi juga dipengaruhi oleh informasi yang dipublikasikan. Hal ini berarti bahwa pelaku di pasar valas tidak akan mendapatkan kelebihan pendapatan. Informasi yang dipublikasikan berhubungan dengan pasar valuta asing diantaranya adalah data harga dan volume historis serta data-data atau informasi lainnya yang tersedia bagi publik seperti pendapatan perseroan, *dividen*, saham bonus, inflasi, serta *stock split*. Teori ini memberikan tekanan pada kecepatan informasi yang diterima oleh para pemodal pada waktu yang hampir bersamaan, sehingga harga secara langsung dan cepat melakukan penyesuaian.

3) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*strong form efficiency*)

Efisiensi bentuk lemah menyatakan bahwa tidak ada satupun informasi yang tersedia bagi publik maupun privat yang memungkinkan para pemodal untuk meraih keuntungan yang tidak normal secara konsisten. Pada efisiensi bentuk kuat ini menyatakan bahwa harga saham akan melakukan penyesuaian secara cepat terhadap informasi apapun, bahkan informasi yang tidak tersedia bagi

semua pemodal (informasi privat). Salah satu jenis informasi privat adalah jenis informasi yang berasal dari orang dalam. Mereka mempunyai akses atas informasi berharga mengenai keputusan penting yang bersifat taktis dan strategis yang telah direncanakan oleh perusahaan. Data empiris menyatakan bahwa informasi privat mampu memberikan keuntungan abnormal yang konsisten bagi pemodal.

Gambar 2.2. Tingkatan kumulatif dari ketiga bentuk pasar efisien.



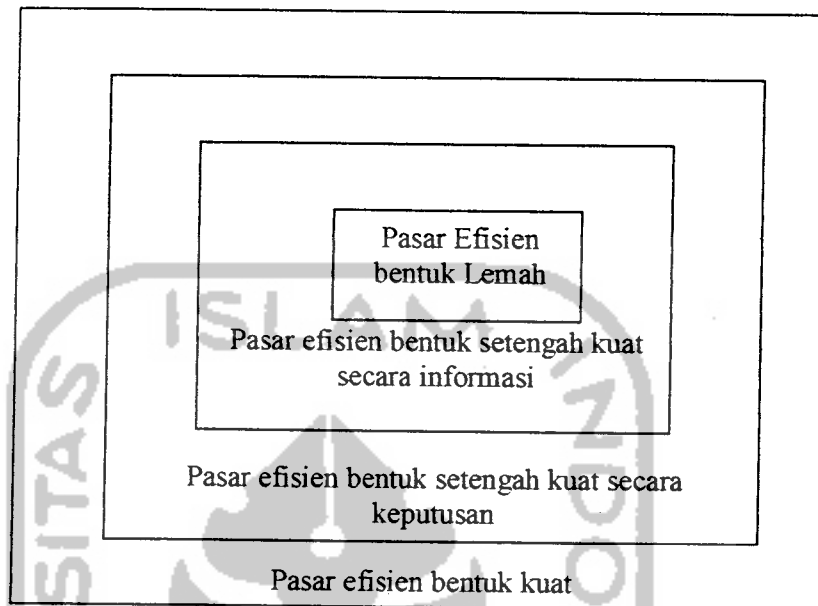
Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya. Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat.

- **Efisiensi Pasar secara Keputusan**

Pembagian efisiensi pasar menurut Fama didasarkan pada ketersediaan informasi. Informasi itu sendiri ada yang tidak perlu diolah lebih lanjut dan ada informasi yang masih perlu diolah lebih lanjut. Untuk informasi yang tidak perlu diolah lebih lanjut, seperti misalnya informasi tentang pengumuman laba perusahaan. Sedangkan informasi yang masih perlu diolah lebih lanjut misalnya, informasi tentang pengumuman merger oleh suatu perusahaan emiten. Dalam hal ini pelaku pasar harus menginterpretasikan dan menganalisis informasi merger tersebut sebagai kabar baik atau kabar buruk.

Dengan demikian pembagian efisiensi pasar berdasarkan ketersediaan informasi saja tidaklah cukup. Efisiensi pasar perlu juga dilihat berdasarkan kecanggihan pelaku pasar dalam mengolah informasi untuk mengambil keputusan. Menurut Fama, efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Perbedaannya adalah jika efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan ketersediaan informasi, maka efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan dua buah faktor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar.

Gambar 2.3. Tingkatan Kumulatif dari keempat bentuk Pasar Efisien.



2.2.4 Pengujian Empiris Terhadap Efisiensi Pasar Modal

Di dalam artikelnya tahun 1991, Fama menyempurnakan atas klasifikasi ketiga macam bentuk efisiensi pasar menjadi:

1. Pengujian efisiensi pasar bentuk lemah disempurnakan menjadi pengujian terhadap prediktabilitas *return* (*test for return predictability*).
2. Pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat disempurnakan menjadi pengujian peristiwa (*event study*).
3. Pengujian efisiensi pasar bentuk kuat disempurnakan menjadi pengujian terhadap informasi privat (*test for private information*).

- **Pengujian Prediktabilitas Return**

Pengujian dari efisiensi pasar bentuk lemah difokuskan pada prediksi return atau harga sekuritas berdasarkan return atau harga dimasa lalu. Jika Hipotesis Pasar Efisien benar, maka perubahan harga masa lalu tidak berhubungan dengan harga sekuritas sekarang, sehingga tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga atau return dari sekuritas. Oleh karena itu, pengujian efisiensi pasar bentuk lemah melibatkan pertanyaan apakah informasi yang terkandung di harga-harga sekuritas masa lalu yang berurutan sudah secara penuh mencerminkan harga sekarang. Hipotesis untuk menguji bentuk lemah ini berhubungan dengan hipotesis langkah acak (*random walk hypothesis*). Jika harga-harga mengikuti pola langkah acak, maka perubahan harga dari waktu ke waktu sifatnya adalah random atau acak yang independen. Ada beberapa cara pengujian yang dapat dilakukan yaitu:

1. Pengujian Secara Statistik

Pengujian secara statistik dapat dilakukan dengan menguji independensi dari perubahan-perubahan harga sekuritas. Jika hasil pengujian menunjukkan independensi harga-harga, maka implikasinya adalah investor tidak dapat menggunakan nilai-nilai masa lalu. Pengujian statistik yang banyak dilakukan untuk pngujian independensi adalah pengujian hubungan variabel dengan menggunakan korelasi serial atau regresi linear dan pengujian run (run test).

2. Pengujian Menggunakan Korelasi dan Linier

Pengujian ini untuk menguji hubungan atau pengaruh antara return hari ini dengan return di waktu lalu. Semakin tinggi hubungan atau pengaruh antara return masa lalu dengan return saat ini, berarti semakin tinggi kemampuan return masa lalu tersebut akan memprediksi return masa depan.

$$r_t = a + b \cdot r_{t-1} + e_t$$

Dimana, r_t merupakan return hari ini, r_{t-1} adalah return sebelumnya, a menunjukkan tingkat return yang diharapkan yang tidak berhubungan atau tidak memiliki pengaruh dengan return sebelumnya, b menunjukkan besarnya hubungan atau pengaruh antara return di waktu yang lalu dengan return hari ini, sedangkan e adalah angka random yang merupakan variabilitas return yang tidak berhubungan dengan tingkat return sebelumnya. Kemudian setelah itu dapat dicari koefisien determinasinya (R^2) untuk melihat seberapa besar r_{t-1} mampu menjelaskan r_t .

3. Runs Test

Uji ini digunakan untuk menguji apakah perubahan harga saham bersifat acak (random) atau tidak. Pada analisis ini, perubahan harga ditandai dengan notasi (+) bila terjadi kenaikan harga, (-) bila terjadi penurunan harga, serta (0) bila tidak terdapat perubahan. Kumpulan tanda-tanda yang sama dari tiga tanda inilah yang disebut dengan runs. Bila perubahan harga sekuritas mempunyai korelasi (hubungan) atau pengaruh yang positif dari waktu ke waktu, maka diharapkan akan terjadi sedikit perubahan *runs*.

Sedangkan jika terdapat korelasi atau pengaruh yang negative, maka akan banyak perubahan *runs* yang terjadi.

- **Pengujian *Event Study***

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman melalui harga sekuritasnya. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi bentuk setengah kuat (Jogiyanto:2000).

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan pengujian yang berbeda. Pengujian informasi hanya dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu pengumuman, yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Tetapi jika ingin melihat seberapa cepat pasar bereaksi untuk menyerap informasi yang dipublikasikan maka dilakukan pengujian efisiensi pasar secara informasi bentuk setengah kuat.

Event study menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar tanggal penyusunan dari suatu peristiwa. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap *return* yang diharapkan oleh investor (*expectation return*). Oleh karena itu *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* dengan *expectation return*, seperti rumus berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Dimana:

$AR_{i,t}$ = Tingkat *Abnormal Return* sekuritas i pada waktu t

$R_{i,t}$ = *Actual Return* sekuritas i pada waktu t

$E[R_{i,t}]$ = *Expectation return* pada sekuritas i dalam periode t

- **Pengujian Terhadap Informasi Privat**

Pengujian dengan menggunakan informasi privat sulit dilaksanakan karena informasi privat yang akan diuji merupakan informasi yang tidak dapat diobservasi secara langsung. Oleh sebab itu, pengujian ini hanya dapat dilakukan secara tidak langsung dengan menggunakan proksi (wakil) yang berupa *return* yang diperoleh oleh *corporate insider* dan *return* dari reksa dana. Alasannya karena kedua pihak ini dianggap mempunyai informasi privat di dalam di dalam perdagangan sekuritas.

- a. Insider Trading. Insider trading merupakan perdagangan sekuritas yang dilakukan oleh corporate insider, dimana corporate insider tersebut meliputi direktur, manajer, karyawan atau pemegang saham yang dianggap bisa mendapatkan informasi privat yang tidak bisa diperoleh oleh pihak lainnya sebelum informasi tersebut dipublikasikan, sehingga mereka dapat menggunakan informasi privat tersebut untuk memperoleh abnormal return.
- b. Reksa Dana. Salah satu tujuan dari adanya reksa dana adalah meminimumkan risiko dengan cara membentuk portofolio (sekumpulan sekuritas) serta untuk

menghasilkan *return* yang tinggi. Tetapi jika reksa dana mampu menghasilkan *abnormal return* yang tinggi secara berlebihan berarti ada kemungkinan manajer reksa dana memperoleh informasi privat yang tidak dipublikasikan.

2.2.5 Konsepsi Yang Salah Mengenai Hipotesis Pasar Efisien

1. Pasar yang efisien menghendaki investornya untuk tidak melakukan apapun. Hal yang harus digaris bawahi adalah bahwa pada pasar yang efisien harga sekuritasnya sudah benar, dimana harga tersebut sudah menggambarkan seluruh informasi yang tersedia. Oleh karena itu dalam pasar yang efisien investor tidak perlu membuat pilihan terhadap sekuritas-sekuritas yang ada dalam membentuk portofolionya.
2. Fluktuasi harga dan pasar yang tidak efisien. Fluktuasi harga yang tinggi bukan berarti bahwa pasar tersebut tidak efisien, tetapi yang terpenting bahwa informasi yang ada didalamnya bersifat random.
3. Transaksi yang terbatas dan ketidakefisienan. Perdagangan yang lemah tidak selalu harus diartikan ketidakefisienan atau adanya ketidaktertarikan investor. Sedikitnya jumlah pedagang serta saham yang terjual tidak ada kaitannya dengan nilai saham yang sebenarnya. Selama para pedagang menggunakan informasi yang tersedia di public, jumlah pedagang yang sedikit tidak ada hubungannya dengan efisiensi pasar.

4. Zero dan Normal profit.

Pasar yang efisien tidak menghendaki para investornya untuk memperoleh zero profit, tetapi menghendaki para investor untuk memperoleh laba yang sesungguhnya, normal dan seimbang antara biaya dan sekuritas tersebut.

5. tidak adanya kesalahan harga pada sekuritas-sekuritas yang ada dalam pasar yang efisien. Hal ini bukan berarti bahwa para investor tidak pernah memperoleh abnormal return di dalam pasar yang efisien. Abnormal return bisa saja diperoleh karena sebuah keberuntungan tetapi tentunya hal ini tidak dapat bertahan lama.

2.3 Kajian Penelitian Terdahulu dan Formulasi Hipotesis

2.3.1 Kajian Penelitian Terdahulu

Ojah dan Karemera (1999)

Penelitian ini melakukan tes hipotesis pasar efisien bentuk lemah di bursa saham Amerika Latin (Argentina, Brazil, Chili, dan Mexico). Mereka menggunakan *multiple variance-ratio dan autoregressive fractionally integrated moving-average test* untuk menguji perilaku harga saham di pasar tersebut antara tahun 1987 hingga 1997. Hasil tes menunjukkan bahwa perubahan harga saham-saham di Amerika Latin mengikuti perubahan acak sehingga mendukung pasar efisien bentuk lemah.

Kleiman, Payne, dan Sahu (2002)

Penelitian ini menggunakan tes run untuk menguji pasar efisien bentuk lemah pada *international commercial real estate*. Tes run mendukung bahwa pasar real estate komersial internasional mengikuti hipotesis pasar efisien bentuk lemah. Hal ini konsisten dengan penemuan mereka mengenai perilaku perubahan acak dari saham-saham dengan menggunakan tes akar unit dan tes rasio varian.

Dockery, Vergari dan Vergari (2001)

Penelitian perubahan acak harga saham terhadap data bulanan selama tahun 1988 hingga 1994 terhadap saham individual pada Bursa Saham Athena (Athens Stock Exchange). Mereka menggunakan tes varian rasio untuk mengetahui adanya rata-rata ketergantungan antara perubahan harga saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perilaku perubahan harga saham-saham di Bursa Saham Athena telah mengikuti perubahan acak. Hal ini mendukung hipotesis pasar efisien bentuk lemah.

Rao dan Shankaraiah (2003)

Penelitian ini melakukan pengujian terhadap efisiensi pasar bentuk lemah untuk saham-saham sector perbankan periode 1996 – 2000 studi kasus terhadap *Bahrain Stock Market*, data yang digunakan adalah perubahan harga saham harian dan persentase perubahan *return* pasar yang diperoleh dari harga saham individual harian dan indeks harian BSE. Uji yang digunakan adalah

serial correlation test dan run tes dengan hasil *Bahrain Stock Market* sudah efisien dalam bentuk lemah.

2.3.2 Formulasi Hipotesis

Berdasarkan teori yang telah dikemukakan serta sesuai dengan tinjauan penelitian-penelitian terdahulu, maka hipotesis yang dapat digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perubahan harga saham diwaktu lalu tidak ada pengaruhnya terhadap perubahan harga saham diwaktu sekarang.
2. Perubahan harga saham di BEJ bersifat tidak beraturan (*random*).

