

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Pasar modal merupakan salah satu bagian dari pasar finansial yang menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Mar'ati, 2012; Nasution, 2015; Hendarwin, 2015). Pasar modal dalam menjalankan fungsi ekonomi yaitu dengan mengalokasikan dana secara efisien dari pihak yang memiliki dana (investor) kepada pihak yang membutuhkan dana (emiten). Sedangkan fungsi keuangannya dapat ditujukan oleh kemungkinan adanya perolehan imbalan bagi pihak yang memberi dana sesuai dengan karakteristik investasi yang mereka pilih.

Informasi merupakan sesuatu hal yang sangat penting, karena seorang investor sebelum menginvestasikan dananya di pasar modal dengan cara membeli saham yang diterbitkan oleh pihak emiten di pasar modal, dia harus memahami dan mempercayai bahwa semua informasi yang tersedia dan mekanisme perdagangan di pasar modal dapat dipercaya, tidak ada pihak tertentu yang memanipulasi informasi dan perdagangan tersebut (Maharani, 2006). Oleh karena itu berdasarkan peraturan, perusahaan (emiten) diharuskan menjadi lebih terbuka kepada publik dalam menyediakan informasi yang berkaitan dengan kinerja perusahaan (Hukum Republik Indonesia, UU No.14 dari 2008 terhadap informasi publik).

Keterbukaan informasi ini merupakan cerminan dari pasar modal yang efisien. Dimana didalam Teori Pasar Efisien yang dikemukakan Fama (1970)

mendefinisikan efisiensi pasar modal sebagai pasar di mana harga sepenuhnya mencerminkan semua informasi yang tersedia. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka akan semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian kehadiran informasi sangat memiliki peran penting dalam perdagangan saham dalam pasar modal yang dilakukan oleh investor. Informasi ini diperlukan dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan pemilihan portofolio investasi yang akan memberikan tingkat keuntungan tertinggi dengan tingkat resiko tertentu (Setiawati, 2013).

Jika pasar ekuitas bekerja secara efisien, harga akan menunjukkan nilai-nilai intrinsik dari saham dan sebagai balasan, simpanan yang terbatas akan dialokasikan ke sektor investasi produktif secara optimal dengan cara sedemikian rupa yang akan memberikan aliran keuntungan bagi investor individu dan perekonomian negara secara keseluruhan (Copeland dan Weston 1988). Dengan demikian tidak ada kesempatan untuk memperoleh informasi yang memungkinkan penguasa pasar secara konsisten memperoleh *abnormal return* (melebihi *return* pasar) karena return saham memperlihatkan perilaku yang tidak dapat diprediksi (Kharunnisa, 2015).

Sebaliknya apabila pasar modal tidak efisien dapat menyulitkan dan merugikan berbagai pihak (Rahman, 1991), yaitu emiten akan kesulitan dalam mengukur kekayaan pemegang saham yang maksimal, karena harga saham tidak mencerminkan nilai yang sebenarnya dilakukan atau apa yang terjadi pada operasi perusahaan. Kedua, investor tentu akan banyak dirugikan karena kondisi pasar tidak efisien membuat banyak manipulasi yang bisa dilakukan untuk dapat

menaikkan harga saham. Terakhir, dengan hal ini dapat mendorong investor mengurangi investasi mereka di pasar modal karena mereka tentu akan mengalami kesulitan untuk mendeteksi *return*, resiko, dan likuiditas dari saham perusahaan yang diperjualbelikan.

Oleh karena itu menjadi sangat penting untuk menjadikan pasar modal yang efisien, pasar modal yang efisien dapat diciptakan dengan banyak analisis investasi karena persaingan antar analis investasi mengarah ke situasi di mana pada setiap waktu, harga saham menunjukkan nilai yang aktual (sebenarnya). Semakin banyak jumlah analis keuangan dan adanya persaingan antara mereka akan membuat harga sekuritas wajar dan mencerminkan semua informasi yang relevan dimana para analis akan berupaya untuk memperoleh informasi selengkap mungkin dibandingkan dengan analis lain dengan analisis secermat mungkin sehingga akan membuat harga sekuritas menjadi wajar atau dengan kata lain, harga saham mencerminkan seluruh informasi yang ada dan melakukan penyesuaian secara utuh dan cepat terhadap informasi baru (Husnand, 2005), .

Hubungan antara informasi dan harga saham merupakan bentuk efisiensi pasar secara informasi. Fama (1970) dalam membagi bentuk efisiensi pasar secara informasi menjadi tiga bagian, yaitu efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form efficiency*), efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*), efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form efficiency*).

Efisiensi pasar bentuk kuat adalah ketika harga saat ini mencerminkan semua informasi publik, *private* dan informasi yang mengandung harga saham dimasa lalu dan tidak ada investor yang mampu mengenali saham yang

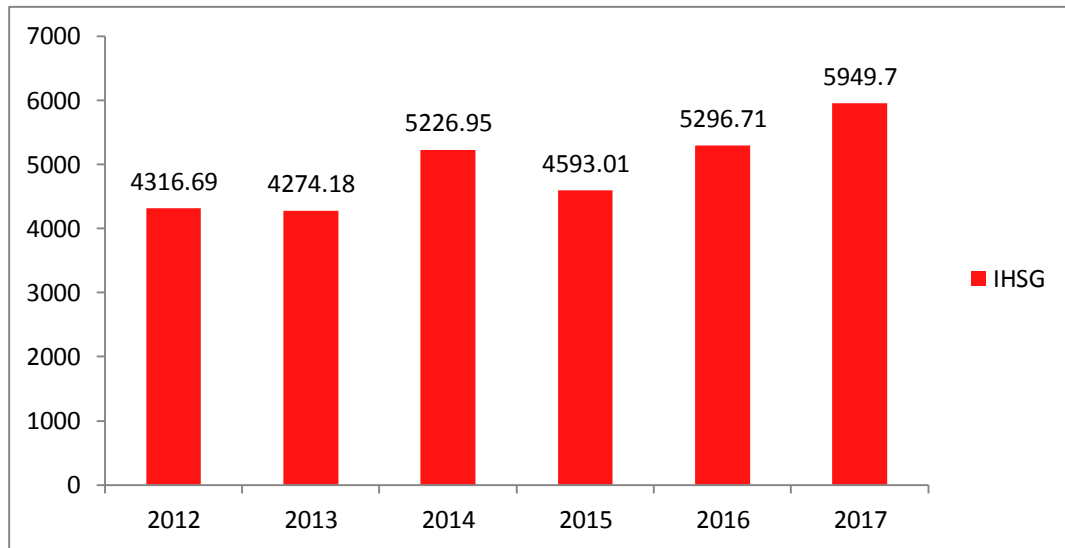
*undervalued* (dinilai terlalu rendah) dan *overvalued* (dinilai terlalu tinggi). Efisiensi pasar bentuk setengah kuat adalah ketika harga saat ini mencerminkan informasi mengandung harga saham dimasa lalu dan informasi publik dan tidak ada pendekatan yang bisa digunakan untuk memprediksi dengan menggunakan informasi ini, yang bisa digunakan untuk menemukan saham yang *undervalued* dan *overvalued*. Efisiensi pasar bentuk lemah adalah ketika harga saat ini hanya mengandung seluruh informasi harga saham dimasa lalu, menunjukkan bahwa grafik and analisis teknikal tidak lagi berguna untuk membedakan saham yang *undervalued* dan *overvalued*.

Ide pengujian efisiensi pasar secara informasi tertuang dalam hipotesis efisiensi pasar (*efficient market hypothesis*). Fama (1970) membagi hipotesis efisiensi pasar menjadi tiga kategori yaitu pertama, hipotesis efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form* EMH) yaitu untuk menjawab pertanyaan apakah investor mempunyai informasi *private* yang tidak terefleksi pada harga sekuritas. Kedua, hipotesis efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form* EMH) yaitu seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang dipublikasikan. Ketiga, hipotesis efisiensi pasar bentuk lemah (*Weak form* EMH) yaitu seberapa kuat informasi historis dapat memprediksi return masa depan. Hipotesis ini dikenal sebagai *Random Walk Hypothesis* (RWH) menyatakan bahwa harga sekarang sekuritas mencerminkan sepenuhnya informasi yang terkandung dalam harga historisnya. Oleh karena itu, prediktor terbaik dari harga dimasa depan adalah harga sekarang. Tidaklah mungkin bagi investor untuk merancang strategi yang menguntungkan berdasarkan harga sekuritas di masa lalu. Pasar modal akan

semakin efisien dalam bentuk lemah jika tingkat prediksi semakin rendah, sehingga harga pasar saham saat ini independen dari harga pasar saham di masa lalu. Dengan kata lain, pasar efisien bentuk lemah jika harga saham mengikuti proses *random walk*. Untuk menguji efisiensi bentuk lemah, perlu dilakukan uji *random walk hypothesis* (RWH) mengingat keterkaitannya antara harga saham saat ini dan harga saham masa lalu (Fawson. et.al, 1996; Ananzeh, 2016; Arora, 2013; Okpara, 2010; Borges, 2010; Shaker, 2013).

Dari ketiga macam bentuk pengujian efisiensi pasar secara informasi tersebut, pembahasan dalam penelitian ini ditekankan pada bentuk pengujian efisiensi pasar bentuk lemah atau pengujian-pengujian terhadap pendugaan *return* (*test for return predictability*), karena sebagian besar penelitian dalam hipotesis efisiensi pasar (EMH) fokus pada level *weak form* (tingkat yang paling rendah dari EMH) karena jika hasil penelitian tidak mendukung efisiensi pasar bentuk lemah, pengujian pada level selanjutnya tidak berguna (Gimba, 2010; Ikechukwu, 2015; Phan & Zhou, 2014).

Pasar modal Indonesia adalah pasar modal yang berdiri sejak masa pendudukan Belanda di Indonesia dengan nama *Vereniging Voor de Effekteenhundel* pada tahun 1912 di Batavia dengan tujuan untuk menghimpun dana guna menunjang ekspansi usaha perkebunan milik Kolonial Belanda. Namun terhenti ketika terjadi perang dunia I dan II dan diaktifkan kembali pada tahun 1977 dan beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan. Pasar Modal Indonesia sendiri, selama 5 tahun terakhir memiliki kinerja yang terus meningkat. Hal ini tercermin dalam IHSG, yang terlihat pada Gambar 1.1.



Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id) dan [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com) (Data diolah: 2017)

**Gambar 1.1**  
**Perkembangan IHS selama 5 Tahun Terakhir**

Berdasarkan Gambar 1.1 dapat dilihat bahwa nilai IHS pada setiap tahunnya mengalami fluktuatif. Peningkatan terjadi pada tahun 2014, 2016 dan 2017, masing-masing berada pada level 5226,95, 5296,71 dan 5949,7. Sementara penurunan terjadi pada tahun 2012, 2013 dan 2015, masing-masing berada pada level 4316,69, 4274,18 dan 4593,01. Namun secara keseluruhan nilai IHS terus mengalami peningkatan.

Peningkatan kinerja pasar saham (nilai IHS) Indonesia tersebut kemungkinan terjadi karena beberapa peristiwa seperti pergantian pemerintahan yang disetujui oleh pasar. Faktor lainnya seperti munculnya informasi yang secara langsung berhubungan dengan diberlakukannya ASEAN *Economic Community* (AEC), adanya kebijakan Bank Sentral Amerika Serikat yang menaikkan suku bunga ke angka 1%, semakin membaiknya pertumbuhan ekonomi nasional dan juga dorongan dari performa kinerja seluruh indeks saham dipasar modal Indonesia ([economy.okezone.com](http://economy.okezone.com)). Salah satu indeks yang paling berpengaruh adalah indeks

LQ-45 yang dikenal dengan nama saham *bluechip* (saham yang memiliki reputasi tinggi, memiliki pendapatan yang stabil, saham yang aktif diperdagangkan dan konsisten dalam membayar dividen).

Kinerja indeks LQ-45 merupakan salah satu informasi di pasar modal yang paling banyak mendapat perhatian oleh para investor. Informasi ini digunakan untuk mengetahui harga saham di masa yang akan datang. Pada minggu awal bulan Januari tahun 2017 Indeks LQ-45 berada pada level 900,0980 sedangkan pada minggu akhir bulan Oktober tahun 2017 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berada pada level 991,6420.

**Tabel 1.1**  
**Perkembangan Indeks LQ-45 mingguan pada tahun 2017**

Bulan	Minggu ke-i	Nilai	Bulan	Minggu ke-i	Nilai
Januari	1	900,0980	Maret	1	894,1240
	2	882,5200		2	893,3610
	3	875,5090		3	922,8960
	4	886,6240		4	926,3340
				5	921,5260
Februari	1	893,3030	April	1	937,2380
	2	893,8940		2	926,2810
	3	887,4000		3	938,1770
	4	895,8600		4	940,7600
Mei	1	945,9670	Juli	1	977,1220
	2	946,7260		2	978,1390
	3	970,3960		3	962,8580
	4	954,4830		4	974,1290
Juni	1	961,4120	Agustus	1	959,4520
	2	950,4840		2	955,9570
	3	960,6720		3	982,3900
	4	977,6200		4	987,8770
				5	977,3300
september	1	976,4640	Oktober	1	984,6780
	2	976,6900		2	986,8840
	3	983,3560		3	991,6420
	4	979,4410			

Sumber: [www.duniainvestasi.com](http://www.duniainvestasi.com) (Data Diolah: 2017)

Berdasarkan tabel 1.1 dapat dilihat bahwa nilai Indeks LQ-45 pada setiap minggunya berbeda dan mengalami perubahan. Perubahan ini merupakan sebuah informasi yang dapat digunakan oleh investor dalam menentukan pilihannya. Informasi ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Dalam hal ini pasar yang efisien dalam bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

Secara teori negara-negara berkembang cenderung tidak efisien. Claessens *et al.* (1993) percaya bahwa terdapat beberapa motivasi dibalik usaha melakukan uji keefisienan di negara berkembang. Pertama, investor domestik dan asing tidak begitu suka berinvestasi pada pasar saham dinegara berkembang karena terdapat ketidakefisienan dalam pasar saham tersebut. Sebagai contoh pasar tipis di Afrika sering dianggap sebagai subjek manipulasi orang dalam dan akibatnya membuat investor asing mengalami kerugian (Magnusson dan Wydick, 2002). Jika ketidakefisienan pasar tersebut berlanjut hingga ketahap hanya perseorangan atau perusahaan tertentu saja yang mendapat hak eksklusif terhadap informasi atau terdapat *insider trading*, sudah pasti tidak mendorong investor asing (investor domestik maupun asing) untuk mendekati pasar tersebut. Kedua, uji keefisienan berupaya memberi penilaian terhadap keefektifan peranan yang dimainkan oleh pasar, sebagai contoh peranan dalam penempatan aset (*asset allocation*). Hal ini dapat terlihat pada kajian-kajian penelitian terdahulu pada tabel 1.2:



**Tabel 1.2**  
**Ketidakkonsistenan Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	Unit Analisis dan Periode Waktu	Teknik Analisis Data	Hasil Temuan	Sebab
1.	Khairunni sa (2015)	IHSG harian periode Januari 2008 –Juni 2015	<u>Uji Parametrik:</u> <i>Ljung &amp; Box, Autocorrelation dan Augmented Dicky Fuller Test.</i> <u>Uji Non Parametrik :</u> <i>Philip Peron Test.</i>	Bursa Efek Indonesia tidak efisien dalam bentuk lemah	volume transaksi saham yang masih tipis serta kurangnya pengalaman yang dimiliki investor
2.	Gimba (2010)	Seluruh indeks Saham dan 5 saham yang aktif diperdagangkan dan saham-saham bank tertua di <i>Nigerian Stock Exchange</i> (NSE) Harian dan mingguan periode Januari 2007-Desember 2009	<u>Uji Parametrik:</u> <i>Autocorrelation test dan Variance Ratio</i> <u>Uji Non Parametrik :</u> <i>Run test</i>	<i>Nigerian Stock Exchange</i> (NSE) tidak efisien dalam bentuk lemah	volume transaksi perdagangan yang tipis
3.	Barnes & Ma (2001)	Indeks saham harian, mingguan & bulanan <i>Shanghai stock exchange</i> (SSE) yaitu <i>Shanghai Stock Exchange A-shares Index (SSE-A) &amp; Shanghai Stock Exchange B-shares Index (SSE-B)</i> dan <i>Shenzen Stock Exchange Index (SZS)</i> yaitu <i>Shenzhen Stock Exchange A-share Index (SZS-A) &amp; Shenzhen Stock Exchange B-share Index (SZS-B).</i>	<u>Uji Parametrik:</u> <i>Serial Correlation Coefficient test dan Variance Ratio</i> <u>Uji Non Parametrik :</u> <i>Run test</i>	<i>China's stock exchange</i> tidak efisien dalam bentuk lemah	Terdapat <i>Correlated return pattern</i> pada indeks yang masih dipakai untuk memprediksi perubahan harga saham oleh para <i>institutional traders</i> dan Terdapat <i>Correlated return pattern</i> pada individual <i>B-shares</i> yang berasal dari " <i>thin market</i> ". "
4.	Hasan (2015)	3 indeks saham dari <i>Dhaka Stock Exchange</i> yaitu (DSI) periode 2 Januari 1993-27 Januari 2013, (DGEN) periode 1 Januari 2002-31 Juli 2013, (DSE-20) periode 1 Januari 2001-27 Januari 2013.	<u>Uji Parametrik:</u> <i>Autocorrelation test Unit Root Test, dan Variance Ratio</i> <u>Uji Non Parametrik :</u> <i>Run test</i>	<b>Dhaka Stock Exchange</b> tidak efisien dalam bentuk lemah	Ekspektasi dinegara tersebut cenderung tidak efisien menyebabkan pelaku bekerja secara tidak efisien.

5.	Zhou & Phan (2014)	<i>VN-Index's weekly and daily price</i> dari 5 saham tertua yang terdaftar pada <i>Vietnamese stock market</i> (SAM, REE, HAP, TMS and AGF) periode 28 Juli 2000 ( <i>the first trading session</i> ) to 28 Juli 2013	<b>Uji Parametrik:</b> <i>Autocorrelation test</i> dan <i>Variance Ratio</i> <b>Uji Non Parametrik :</b> <i>Run test</i>	<b>Vietnamese stock market</b> tidak efisien dalam bentuk lemah	Pemerintah belum melegalkan pasar saham secara komprehensif tetapi masih dalam <i>legal corridors</i> dan pasar saham masih dalam ukuran kecil.
6.	Kalra & Kalsie (2015)	Indeks saham NIFTY and 6 saham utama ( Nifty Junior, Pharma, MNC, IT, Bank and FMCG) dari <i>National Stock Exchange of India</i> periode 2 Januari 2001-30 December, 2011	<b>Uji Parametrik:</b> <i>Autocorrelation test</i> dan <i>Unit Root Test</i> <b>Uji Non Parametrik :</b> <i>Run test</i>	National Stock Exchange of India tidak efisien dalam bentuk lemah	Alokasi portofolio yang kurang optimal kedalam pasar.
7.	Abeysekera (2001)	<i>Daily, weekly and monthly returns of two value-weighted portfolios of stocks listed on the Colombo Stock Exchange</i> (CSE) periode Januari 1991-November 1996.	<b>Uji Parametrik:</b> <i>Serial Correlation &amp; Unit Root Test</i> <b>Uji Non Parametrik :</b> <i>Run test</i>	CSE tidak efisien dalam bentuk lemah	Kemungkinan <i>noise traders</i> menyebabkan harga-harga menyimpang dari <i>fundamental valuations</i>
8.	Karemera, et.al (1999)	Indeks saham bulanan 15 <i>emerging capital markets</i> (Chile, Hong Kong, Indonesia, Israel Jordan, Korea, Malaysia, Mexico, Philippines, Singapore, Taiwan, Thailand, Turkey) periode 1987-1997	<i>Variance ratio test</i>	15 emerging capital market dalam studi efisien dalam bentuk lemah	Penggunaan metode <i>multiple variance ratio</i> sebagai ganti metode <i>single variance ratio</i> terhadap studi dinamika return ekuitas, menunjukkan mayoritas pasar berkembang yang dianalisis konsisten dengan RWH
9.	Hiremath & Kamaiah (2010)	14 indeks saham yang terdapat dalam <i>National Stock Exchange</i> (NSE) dan <i>Bombay Stock</i> yaitu CNX Nifty Junior, CNX 500, CNX Bank Nifty, BSE 500, BSE Midcap and <i>BSE Small cap Exchange</i> (BSE), CNX Nifty, CNX Defty, CNX IT, BSE Sensex, BSE 100, BSE 200, CNX100, CNX <i>Infrastructure</i> ) periode 02/06/1997 sampai 30/01/2009.	multiple variance ratio test	Pasar saham India efisien dalam bentuk lemah tapi tidak setiap waktu	Adanya <i>linear dependencies</i> , selain itu <i>bicorrelation test</i> menolak hipotesis dari <i>pure white noise process</i> untuk periode penuh sampel. Namun, hasil untuk sebagian periode menunjukkan bahwa <i>serial dependencies</i>

					tidak konsisten antar periode sampel dari seluruh indeks.
--	--	--	--	--	---

Berdasarkan tabel 1.2 terdapat 4 kajian yang menyatakan ketidakefisienan pasar yaitu *Jakarta Composite Index* (IHSG), *Shanghai Stock Exchange* (SSE), *Nigerian Stock Exchange* (NSE) dan *Vietnamese stock market*. Hal ini disebabkan karena perdagangan, volume dan pasar yang tipis (“*thin trading, thin volume & thin market,*”) dan satu kajian di *Dhaka Stock Exchange* yang menyatakan bahwa ketidakefisienan pasar karena ekspektasi dinegara tersebut tidak efisien. Sedangkan kajian yang menyatakan keefisienan pasar yaitu kajian pada 15 *emerging capital markets* (Chile, Hong Kong, Indonesia, Israel Jordan, korea, Malaysia, Mexico, Philippines, Singapore, Taiwan, Thailand, Turkey), hal ini disebabkan karena penggunaan metode *multiple variance ratio* sebagai ganti metode *single variance ratio* menunjukkan mayoritas pasar saham dinegara berkembang konsisten dengan *Random Walk Hyphotesis* (RWH).

Berdasarkan kajian-kajian penelitian tersebut yang menyatakan efisien dan tidak efisien di negara berkembang sehingga menimbulkan adanya pertentangan yang terjadi, maka penelitian ini ingin melihat “apakah pasar saham indonesia efisien dalam bentuk lemah”?

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan, maka dirumuskan masalah sebagai berikut:

“Apakah return saham di Bursa Efek Indonesia bersifat *random walk* dibuktikan dari uji parametrik (*variance ratio*) dan uji non parametrik (*run test*) sehingga memenuhi sifat efisiensi dalam bentuk lemah?”

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pasar modal Indonesia

“Untuk mengetahui apakah *return* saham di Bursa Efek Indonesia bersifat *random walk* dibuktikan dari uji parametrik (*variance ratio*) dan uji non parametrik (*run test*)”.

### **1.4 Manfaat Penelitian**

Hasil dari penelitian ini akan memberikan manfaat, antara lain:

#### **1. Bagi Investor**

Sebagai masukan bagi para investor, baik investor asing ataupun investor dalam negeri mengenai tingkat efisiensi pasar modal di Indonesia, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi serta membuat strategi investasi yang lebih baik untuk mendapatkan keuntungan di atas normal (*abnormal return*) pada saat ini dan di masa yang akan datang dalam pasar modal di Indonesia.

#### **2. Bagi Peneliti**

Bagi peneliti untuk menambah wawasan dan pengetahuan tentang pengujian terhadap efisiensi pasar modal, khususnya dalam bentuk lemah di Bursa Efek Indonesia.

#### **3. Bagi Peneliti Selanjutnya**

Hasil penelitian dapat dijadikan bahan referensi, informasi dan wawasan untuk mendukung penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan efisiensi pasar modal.