

**EFISIENSI PASAR MODAL :
PERBANDINGAN PADA DUA PERIODE YANG BERBEDA
DALAM PASAR MODAL INDONESIA**

Herman Legowo

Mas'ud Machfoedz

Universitas Gadjah Mada

ABSTRACT

There are three grades in efficient capital market. They are: (1) weak form, (2) semi strong form, and (3) strong form. Weak form efficiency, the market is efficient in the weak sense if share prices fully reflect the information implied by all prior price movements.

The purpose of this research is to know whether the stock price instantaneously and fully reflect relevant historical information (weak form efficient capital market hypothesis). This means if someone trades stocks by using historical information, it will not earn abnormal return. In addition, this research is tests the assumption that capital market efficiency in the bullish condition is different from capital market efficiency in the normal condition. The research is necessary for the reason that if stock price does not instantaneously and fully reflect relevant available informations, it will be able to mislead economic decisions.

The focus of this research is on the monthly stock price (the share price at the end of the month) to 23 companies which went public before Januari 1989. The year of 1989 was capital market period in the bullish condition, while 1992 year period is capital market period in the normal condition.

The hypothesis of this research is : (1) Jakarta Stock Exchange (JSX) is efficient, and (2) stock market (JSX) efficiency is the different after stock market condition to reach normal condition. The first hypothesis is to reach normal condition. The first hypothesis is to reach normal condition. The first hypothesis is tested by using probvalue which are base on randomnes test and serial correlation test. Randomnes test is used because one of the characteristics of the efficient market is that prices change randomly, while the serial corelation test is interrelated with the other characteristic of the efficient capital market, that the change of security prices has no corelation to each other. The statistical test, i.e. Wilcoxon 's signed rank test.

From the statistical analysis of the data we find that hypothesis of this research, while serial corelation test failed to reject the second hypothesis. This research hypothesis that stock market efficiency in the bullish condition is different fromn stock market efficiency in the normal condition was fail to rejected. In other words, if the sample was representative of population, this reserch implicitly stated that weak form capital market efficiencyfor the year of1989 and 1992 are valid in Indonesia.

The result of this research is in effect for 1989 and 1992 with monthly secondary-data get from the share price at the end of the month.

Keywords : Efficiency - weak form - bullish

1. PENGANTAR

Di Indonesia perkembangan pasar modal telah meningkat dengan mengesankan. Ini terlihat dari data perdagangan saham, baik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) maupun di Bursa Efek Surabaya (BES), menunjukkan nilai transaksi per hari baru Rp. 30,00 miliar. Tiga tahun kemudian, nilai transaksi per hari naik menjadi Rp. 77,60 miliar. Sedangkan di BES sampai akhir 1993 lalu transaksi telah mencapai Rp. 4,50 miliar per hari, dan selama semester pertama tahun ini nilai transaksi itu meningkat sehingga sampai Juli 1994 transaksi mencapai Rp. 5,60 miliar per hari.

Dari segi perusahaan yang listed, pasar modal Indonesia telah menunjukkan pertumbuhan yang mengesankan sejak akhir tahun 1988, dimana pada tahun 1988 perusahaan listed baru berjumlah 24 buah dan pada tahun 1993 telah menjadi 172 buah. Demikian pula dari segi Indek Harga Saham Gabungan (IHSG), dimana IHSG bertambah dari 82,52 pada permulaan tahun 1988 menjadi 588,76 pada akhir tahun 1993.

Khususnya di Indonesia menurut Bawazier (1992) pengembangan pasar modal tersebut mempunyai misi dan orientasi yang spesifik, karena selain sebagai sumber dan pembiayaan jangka panjang, juga meliputi tiga aspek mendasar yang mengacu kepada pasal 33 ayat 1 UUD 1945, yaitu bahwa perekonomian disusun sebagai usaha bersama berdasar atas azas kekeluargaan. Adapun ke tiga aspek tersebut yaitu pertama, untuk lebih meningkatkan minat masyarakat dalam rangka pengerahan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif. Kedua, mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan, dan ketiga, pemerataan pendapatan melalui pemerataan pemilikan saham perusahaan. Di samping itu, pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk mempercepat pembangunan suatu negara. Dengan demikian, pasar modal memainkan peranan yang sangat penting dalam upaya turut menciptakan pemerataan pendapatan dan hasil-hasil pembangunan. Sebuah konsep yang berkenaan dengan teori pasar modal efisiensi telah diperkenalkan untuk menggambarkan bagaimana mengoperasionalkan pasar. Sedangkan konsep yang dimaksud adalah hipotesa pasar efisiensi (selanjutnya dalam tulisan ini disingkat HPE). Selanjutnya menurut Machfoedz (1993) untuk memahami suatu teori harus di mulai dengan memahami definisi yang mendasari teori tersebut. Adapun definisi/pengertian pasar efisien, yaitu

jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia. Berdasarkan pengertian tersebut dapat diketahui adanya dua unsur pokok yang merupakan ciri pasar modal efisien, yaitu (1) tersedianya informasi yang relevan, dan (2) harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru.

Selanjutnya, sesuai dengan informasi yang dianggap tersedia (yang diperlukan dalam pasar). para penulis membedakan HPE dalam tiga bentuk, yaitu :

1. HPE-bentuk lemah (*weak form*), yaitu menyatakan harga sekarang atas saham mencerminkan sepenuhnya informasi masa lampau. Bentuk ini lebih populer dengan sebutan random-walk theory dan teori ini yang berlaku untuk saham menurut Fama (1965) mempunyai dua karakteristik, yaitu: (a) urutan perubahan harga independen satu sama lain; dan (b) perubahan harga menyesuaikan dengan distribusi probabilitas.
2. HPE-bentuk semu kuat (*semistrong form*), yaitu menyatakan harga sekarang atas saham mencerminkan sepenuhnya informasi yang dipublikasi.
2. HPE-bentuk kuat (*strong-form*), yaitu menyatakan harga sekarang atas saham mencerminkan sepenuhnya informasi yang dipublikasi dan informasi yang tidak dipublikasi (*private information*).

Perkembangan pasar modal Indonesia selama periode tahun 1977 sampai Agustus 1994 mengalami pasang surut dan bahkan pernah pula mengalami masa lesu, yaitu padil tahun 1984. Menurut Husnan (1994) selama lima tahun terakhir — tahun 1989 sampai dengan tahun 1993 ~ pasar modal Indonesia telah menghadapi beberapa pengalaman Pertama ketika pasar modal sedang bullish yaitu telah dialami dalam tahun 1989 (dalam hal ini tahun 1989 dan semester I tahun 199(1 bisa dikatakan sebagai periode boom, di mana telah terjadi kenaikan harga saham yang luai biasa), sedangkan pada tahun 1993 telah ditengarai sebagai pasar modal yang sedang *bullish* kedua. Adapun pada tahun 1991 pasai modal ditengarai dalam kondisi normal Bagaimanapun kondisi pasar — apakah *bullish*, *bearish*, maupun normal — akan mempengaruhi permintaan akan saham. Di dalam hal ini, permintaan akan saham menguat selam pasar *bullish*, dan sebaliknya, permintaan akan saham melemah selama pasar *bearish*. Selanjutnya dengan berubahnya kondisi pasar setiap saat juga

akan mempengaruhi efisiensi pasar modal? hal ini masih merupakan tanda tanya yang ingin diteliti.

Dengan melihat perkembangan pasar modal di Indonesia secara nyata, yaitu sejak diresmikan (diaktifkan kembali) oleh Presiden Soeharto pada tanggal 10 Agustus 1977 hingga semester I tahun 1994, terutama selama lima tahun terakhir ~ tahun 1988 sampai dengan tahun 1993 - di mana pasar modal telah menghadapi beberapa pengalaman. Pertama, pada tahun 1989 dan semester I tahun 1990 pasar modal sedang *bullish*. Kedua, pada tahun 1991 pasar modal sedang melemah sehingga berada dalam kondisi *bearish*. Selanjutnya ketiga, pada tahun 1992 pasar modal kembali pada kondisi normal, dan keempat, pada tahun 1993 pasar modal ditengarai kembali sehingga dalam kondisi *bullish*.

Sehubungan dengan perubahan kondisi pasar modal di Indonesia yang setiap saat bisa terjadi, maka dalam penelitian ini hanya akan menginvestigasi efisiensi pasar modal dalam tahun 1992 (ketika pasar telah normal) dan membandingkannya pada tahun 1989 (ketika pasar telah dianggap/ditengarai *bullish*).

Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan diatas, yang menjadi permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah :

"Apakah efisiensi pasar modal berbeda setelah kondisi pasar modal mencapai keadaan normal dibandingkan ketika pasar modal sedang bullish ?"

Perumusan masalah pokok seperti tersebut diatas dikarenakan ada dugaan sementara (hipotesa penelitian) bahwa : (1) Bursa Efek Jakarta efisien, dan (2) Efisiensi Bursa Efek Jakarta pada saat kondisi *bullish* berbeda dengan pada saat kondisi normal.

Tujuan pokok dari penelitian ini adalah: (1) untuk mengetahui valid tidaknya HPE di Indonesia, dan (2), untuk menguji anggapan bahwa efisiensi pasar modal dalam keadaan *bullish* berbeda dengan efisiensi pasar modal dalam keadaan normal.

Adapun implikasi dari penelitian ini akan sangat berguna bagi: (1) pemodal, terutama pemodal individu dalam negeri, untuk mengambil keputusan investasi, (2) pemerintah, yang sangat berkepentingan terhadap pasar modal yang efisien sebagai sarana pengaliran dana/modal masyarakat untuk menunjang pembangunan, dan (3) Bursa Efek Jakarta, yang menciptakan pasar secara terus menerus bagi efek yang

telah ditawarkan kepada masyarakat, untuk memikirkan produk-produk baru dalam meningkatkan efisiensi pasar modal.

Penelitian ini dapat digunakan untuk: (1) memberikan masukan kepada berbagai pihak, terutama yang terlibat dalam pasar modal baik langsung maupun tidak langsung, (2) memberikan sumbangan pemikiran bagi organisasi profesi dalam mengembangkan organisasi keprofesian di Indonesia, dan (3) membantu organisasi profesi dalam mengambil langkah-langkah perbaikan mutu pelaporan informasi akuntansi agar dapat memberi informasi sesuai tiengan yang diperlukan pemakai untuk pengambilan keputusan (terutama keputusan investasi).

2. CARA PENELITIAN

2.1. Populasi dan Sampel

Di dalam penelitian ini, populasi obyek penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang telah memasyarakat (*go public*) pada tahun 1992 yang jumlahnya 153 perusahaan. daftar perusahaan-perusahaan yang sudah memasyarakat (*go public*) tersebut diperoleh dari BAPEPAM dan merupakan sampling frame. Dari sampling frame dipilih sampel yang berupa perusahaan yang sudah memasyarakat (*go public*) pada awal tahun pertama periods yang diobservasikan, di mana pada awal tahun 1989 sebanyak 24 perusahaan yang sudah memasyarakat (*go public*).

Semula sampel dalam penelitian ini ditentukan sebanyak 24 perusahaan yang *go public* pada awal (1 Januari) tahun 1989. Namun akhirnya jumlah sampel yang dipakai hanya 23 perusahaan, yaitu dengan alasan bahwa: (1) perusahaan-perusahaan tersebut sebetulnya telah *go public* sebelum Desember 1987 lebih baik dibanding sesudah Desember 1987, dan (2) PT. Semen Cibinong tidak dipakai sebagai sampel karena data dasai harga saham bulan Juni sampai dengan bulan Oktober 1989 terjadi lonjakan yang tidak wajar dan pada bulan November 1989 harga saham turun secara drastis.

Adapun secara keseluruhan sampel yang berhasil ditarik meliputi 23 perusahaan sebagai berikut: (1) PT Centex, (2) PT BAT Indonesia. (3) PT Tificorp Indonesia, (4) PT Rodii Vivatex, (5) PT Goodyear Indonesia, (6) PT Merck Indonesia, (7) PT Multi Bintany Indonesia, (8) PT Unilever Indonesia, (9) PT Sepatu Bata, (10) PT Unitex, (11) PT Sucaco. (12) PT Bayer Indonesia, (13) PT Panin Bank. (14) PT

Squibb Indonesia, (15) PT Asuransi Jiwa Panin Putra, (16) PT Sari Husada, (17) PT Pan Union Indonesia, (18) PT Singer Indonesia, (19) PT Pfizer Indonesia, (20) PT Delta Jakarta, (21) PT Hotel Prapatan Indonesia, (22) PT Jakarta Internasional Hotel, dan (23) PT Prodentia Indonesia.

2.2. Jalannya Penelitian

Tahap pertama penelitian dilakukan dengan studi kepustakaan untuk mendapatkan gambaran mengenai Efisiensi Pasar Modal dan untuk mendapatkan teori yang akan mendukung konsep penelitian serta kajian atas data-data yang diperoleh. tahap berikutnya adalah melakukan pencarian data sekunder yang berupa harga saham bulanan periode tahun 1989 dan harga saham bulanan periode tahun 1992.

2.3. Analisis Hasil

Menurut Fama (1970) ada tiga model untuk menguji efisiensi pasar modal, yaitu: (1) *model fair game*, (2) *model submartingale*, dan (3) *model random-walk*. Di dalam penelitian ini hanya digunakan untuk menguji efisiensi bentuk lemah. Selanjutnya dikemukakan bahwa teori *random-walk* yang berlaku untuk saham mempunyai dua karakteristik yaitu pertama, urutan perubahan harga independen satu sama lain; dan kedua perubahan harga menyesuaikan diri dengan distribusi probabilitas. Menurut teori statistik, istilah independen berarti bahwa distribusi probabilitas perubahan harga waktu / adalah independen terhadap urutan perubahan haega dalam periode sebelumnya. Adapun untuk menguji ketergantungan (dependen) ada tiga pendekatan atau alat uji yang dapat dipakai, yaitu: (1) tes runtun (*runs test*); (2) tes korelasi seri (*autocorrelated series*); dan (3) tes filter (*filter rule test*). Di dalam penelitian ini tidak semua alat uji digunakan, tapi hanya tes statistik yaitu tes runtun dan tes korelasi.

Sedangkan untuk menguji apakah efisiensi pasar modal pada saat kondisi bullish berbeda atau tidak dengan pada saat kondisi norml akan dipergunakan uji statistik nonpara-metrik, yakni "uji jenjang bertanda Wilcoxon" (Wicoxon's signed rank test),

3.4. Test Runtun (*Runs Test*)

Pengertian runtun (run) adalah urutan perubahan harga untuk satu tanda. Di dalam hal ini, untuk harga saham mempunyai tiga jenis perubahan, sehingga jenis runtun juga ada tiga. Perubahan harga saham bisa naik (dengan notasi +), turun (dengan notasi -), dan tetap (dengan notasi 0). Notasi atau tanda-tanda perubahan harga saham ini merupakan variabel dalam tes keacakan. Alat uji keacakan digunakan untuk menguji apakah perubahan harga saham perusahaan sampel bersifat acak (*random*) atau tidak.

Di dalam menguji keacakan perubahan harga saham digunakan hipotesis statistik sebagai berikut: "*Ho. Perubahan harga saham acak.*" Hipotesis ini di uji dengan uji Z dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Membandingkan harga saham satu bulan dengan harga saham bulan sebelumnya.
- 2) Menentukan posisi perubahan, jika naik diberi notasi positif (+), turun diberi notasi negatif (-), dan tetap diberi notasi (0).
- 3) Menghitung jumlah masing-masing tandii untuk setiap periode yang diobservasi.
- 4) Menghitung runtun harapan (expected run), untuk seluruh tanda dengan rumus yang digunakan oleh Fama (1965):

$$m = \frac{N(N+1) - \sum_{i=1}^3 n_i^2}{N}$$

Keterangan :

m = runtun harapan.

n_j = jumlah perubahan harga setiap tanda.

N = jumlah perubahan harga.

- 5) Menghitung runtun sesungguhnya (R).

- 6) Menghitung deviasi standar dengan rumus yang digunakan oleh Fama (1965):

$$\sigma m = \left[\frac{\left[\sum_{i=1}^3 n_i^2 \left\{ \sum_{i=1}^3 n_i^2 + N(N+1) \right\} - 2N \sum_{i=1}^3 n_i^3 - N^3 \right]}{N^2(N-1)} \right]^{1/2}$$

7) Menghitung Z, karena perubahan harga mengikuti atau menyesuaikan dengan distribusi normal (karakteristik teori keacakan atau *random-walk*). Adapun rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Z = (R \pm 1/2) - m$$

Keterangan: a). $\pm 1/2$ adalah koreksi kontinum

b). $+ 1/2$ kalau $R < m$

c). $- 1/2$ kalau $R > m$

8) Mencari prob-value.

Berdasar nilai Z hitung, selanjutnya dicari nilai peluang/probabilitas (prob-value) dalam tabel.

9) Menentukan alpha () dan mengevaluasi hasil pengolahan data berdasarkan *prob-value*.

10) Melakukan uji keacakan (randomness test).

Uji ini dilakukan untuk setiap harga saham perusahaan yang dipilih. Pengujiannya adalah dengan membandingkan besarnya nilai peluang dua sisi (*two-sided prob-value*) dengan . Jika besarnya *prob-value* lebih dari berarti probabilitas sampel berasal dari H_0 tinggi (Wonnacott dkk., 1985).

3.5. Test Korelasi Seri (Autocorrelated series)

Tes ini digunakan untuk mengetahui kuat lemahnya hubungan antara harga saham periode t dengan periode sebelumnya. Harga saham periode $t = y_i$ merupakan variabel tidak bebas. dan harga saham sebelumnya $= x_i$ merupakan variabel bebas. Untuk menguji ada tidaknya korelasi harga saham periode t dengan periode sebelumnya digunakan hipotesis statistik sebagai berikut: "Ho. tidak ada korelasi antara perubahan harga saham."

Untuk menguji hipotesis tersebut digunakan uji Z dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1) Menghitung besarnya X dan Y dengan rumus :

$$X = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{N} \qquad Y = \frac{\sum_{i=1}^n y_i}{N}$$

Keterangan :

X = harga rata-rata saham perusahaan i periode $t-1$.

Y = harga rata-rata saham perusahaan i periode t .

X_i = harga saham perusahaan I periode $t-1$.

y_i = harga saham perusahaan I periode t .

2) Menghitung $(x-X)^2$ dan $(y-Y)^2$.

3) Menghitung besarnya koefisien korelasi seri (r) dengan rumus :

$$r_t = \frac{\sum (x - X)(y - Y)}{\sqrt{[\sum (x - X)^2][\sum (y - Y)^2]}}$$

4) Menentukan α ()

5) Menghitung nilai Z dengan rumus :

$$Z = 0,5 \ln \frac{(1+r)}{(1-r)}$$

6) Menghitung nilai peluang (prob-value).

7) Uji independen besarnya nilai peluang dua sisi dengan α (). Jika nilai peluang, lebih besar dari , berarti H_0 diterima (tidak ada korelasi).

3.6. Uji Jenjang - Bertanda Wilcoxon

Di dalam penelitian ini akan diuji pula apakah ada perbedaan efisiensi pasar modal dalam kondisi bullish dan ketika pasar modal mencapai keadaan normal (H^2). Hipotesis ini akan diuji dengan menggunakan statistik non parametrik, yaitu dengan "uji jenjang bertanda Wilcoxon."

Adapun langkah-langkah yang diperlukan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Berikan jenjang untuk tiap-tiap beda dari pasangan pengamatan dari yang terkecil sampai terbesar tanpa memperhatikan tanda positif atau negatif beda itu. Bila ada dua atau lebih beda yang sama, maka jenjang untuk tiap-tiap beda itu adalah jenjang rata-rata.
- 2) Bubuhkan tanda positif atau negatif pada jenjang untuk tiap-tiap beda sesuai dengan tanda dari beda itu. Beda nol tidak diperhatikan.

- 3) Jumlah semua jenjang bertanda (+) dan semua jenjang yang bertanda (-). Ambillah jenjang yang paling kecil ini dengan T .
- 4) Bandingkan nilai T yang diperoleh dengan T untuk uji jenjang bertanda Wilcoxon.
- 5) Mengambil kesimpulan sebagai berikut:

H_0 diterima bila $T \geq T$

H_0 ditolak bila $T < T$

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian hipotesis penelitian (H_1) yang diajukan, yaitu didasarkan pada tes keacakan (randomnes) dan tes korelasi srei. Hasil tes keacakan (randomnes) menunjukkan hal-hal berikut:

1. Apabila besarnya prob-value lebih besar 5%, maka hal ini menunjukkan bahwa probabilitas sampel berasal dari H_0 tinggi (Wonnacott dkk., 1985). Dengan kata lain, jika prob-value berasal dari H_0 statistik tinggi berarti H_0 tidak dapat ditolak. Sebaliknya, apabila besarnya prob-value lebih kecil dari alpha, maka hal ini menunjukkan bahwa probabilitas sampel berasal dari H_0 rendah. Dengan kata lain, jika prob-value berasal dari H_0 statistik yang rendah berarti H_0 harus ditolak.
2. Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa pada periode bullish (seperti pada tabel 1), dari 23 sampel perusahaan, 15 perusahaan harga sahamnya menunjukkan H_0 tidak dapat ditolak. Sedangkan selebihnya, yaitu 8 perusahaan yang lain dari sampel, sahamnya menunjukkan H_0 ditolak. Dengan kata lain, sampel yang mendukung bahwa harga berpola acak (random) lebih banyak (yaitu 65,22%) di banding sampel yang mendukung bahwa harga tidak acak (yaitu 34,78%). Sedangkan pada periode normal (seperti pada tabel 2), dari 23 sampel perusahaan, 22 perusahaan harga sahamnya menunjukkan H_0 tidak dapat ditolak. Sedangkan selebihnya, yaitu hanya satu perusahaan dari sampel, sahamnya menunjukkan H_0 ditolak. Dengan kata lain, sampel yang mendukung bahwa harga berpola acak (random) lebih banyak (yaitu 95,65%) dibanding sampel yang mendukung bahwa harga tidak acak (yaitu 4,35%).
2. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa baik pada periode bullish maupun pada periode normal harga saham dipasar modal berpola acak (random). Dengan

demikian berdasarkan tes acak (random), pasar modal, baik pada saat bullish maupun pada saat normal berpola acak (random).

Tabel 1. Besarnya Nilai Z Dan Prob-Value Dalam Analisis Runtun (Run Test) Untuk Periode Bullish

NO	Nama Perusahaan	Niali Z	Prob-value
1	PT Caltex	-3,974	0,000
2	PT BAT Indonesia	-0,842	0,400
3	PT Tificorp Indonesia	-5,495	0,000
4	PT Roda Vivatex	-6,871	0,000
5	PT Goodyear Indonesia	-1,640	0,144
6	PT Merck Indonesia	-1,345	0,179
7	PT Multi Bintang Indonesia	-1,538	0,124
8	PT Unilever Indonesia	-2,565	0,010
9	PT Sepatu Bata	-1,059	0,290
10	PT Unitex	-2,269	0,023
11	PT Sucaco	-1,432	0,152
12	PT Bayer Indonesia	-1,454	0,146
13	PT Panin Bank	-0,500	0,617
14	PT Squibb Indonesia	-1,451	0,147
15	PT Asuransi Jiwa Panin Putra	-,982	0,048
16	PT Sari Husada	-U14	0,021
17	PT Pan Union Indonesia	-1,046	0,295
18	PT Singer Indonesia	-1,000	0,317
19	PT Pfizer Indonesia	-1,556	0,120
20	PT Delta Jakarta	-1,278	0,201
21	PT Hotel Prapatan Indonesia	-1,068	0,286
22	PT Jakarta Interaasional Hotel	-1,601	0,109
23	PT Prodentia Indoensia	-2,706	0,007

Tabel 2. Besarnya Nilai Z Dan Prob-Value Dalam Analisis Runtun (Run Test) Untuk Periode Normal

NO	Nama Perusahaan	Nilai Z	Prob-value
1	PT Centex	-1,306	1,191
2	PT BAT Indonesia	-0,937	0,349
3	PT Tificorp Indonesia	-0,934	0,350
4	PT Roda Vivatex	-0,959	0,338
5	PT Goodyear Indonesia	-0,954	0,340
6	PT Merck Indonesia	-1,709	0,478
7	PT Multi Bintang Indonesia	-0,987	0,324

8	PT Unilever Indonesia	-2,352	0,019
9	PT Sepatu Bata	-0,655	0,512
10	PT Unitex	-0,275	0,784
11	PT Sucaco	-0,393	0,694
12	PT Bayer Indonesia	-0,893	0,372
13	PT Panin Bank	-0,334	0,739
14	PT Squibb Indonesia	-0,885	0,393
15	PT Asuransi Jiwa Panin Putra	-0,043	0,966
16	PT Sari Husada	-1,063	0,288
17	PT Pan Union Indonesia	-0,598	0,550
18	PT Singer Indonesia	-0,895	0,371
19	PT Pfizer Indonesia	-1,070	0,285
20	PT Delta Jakarta	-1,182	0,237
21	PT Hotel Prapatan Indonesia	-1,068	0,396
22	PT Jakarta Internasional Hotel	-1,496	0,135
23	PT Prodentia Indoensia	-0,567	0,571

4. Dengan demikian, hipotesisi penelitian bahwa Bursa Efek Jakarta efisien tidak dapat ditolak. Dengan kata lain Bursa Efek Jakarta efisien bentuk lemah.

Sedangkan dari hasil te korelasi seri (seperti pada tabel 3) menunjukkan hal-hal berikut:

1. Dari hasil pengolahan data, menunjukkan bahwa dari 23 perusahaan, 14 perusahaan mendukung H_0 tidak dapat ditolak: Sedangkan selebihnya sembilan perusahaan mendukung H_0 ditolak.
2. Oleh karena dari tes korelasi H_0 statistik tidak dapat ditolak (tidak ada korelasi) didukung oleh 60,87% dari total sampel dan H_0 statistik ditolak didukung oleh 39,13% dari total sampel, berarti H_0 tidak dapat ditolak. dengan tidak dapat ditolaknya H_0 , berarti harga independent satu sama lain, baik pada saat bullish maupun pada saat normal.
3. Dengan demikian, hipotesis penelitian Bursa Efek Jakarta efisien tidak dapat ditolak. Dengan kata lain, Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk lemah.

Sedangkan dari hasil uji jenjang bertanda Wilcoxon (tabel 4) menunjukkan hal-hal berikut:

1. Dari hasil pengolahan data, menunjukkan bahwa dari 23 perusahaan, 10 perusahaan mendukung H_0 tidak dapat ditolak. Sedangkan selebihnya 13 perusahaan mendukung H_0 ditolak. Dengan kata lain, sampel yang mendukung bahwa harga saham yang terjadi di pasar modal pada saat bullish.

Tabel 3. Korelasi Seri Lag Waktu 1 dan Besarnya Prob-Value Harga Saham Tahun 1989 (Periode Bullish) dengan Harga Saham Tahun 1992 (Periode Normal)

NO	Nama Perusahaan	Nilai r	Prob-value
1	PT Centex	-0,594	0,040
2	PT BAT Indonesia	0,004	0,988
3	PT Tificorp Indonesia	0,299	0,654
4	PT Roda Vivatex	-0,162	0,620
5	PT Goodyear Indonesia	-0,164	0,615
6	PT Merck Indonesia	-1,747	0,005
7	PT Multi Bintang Indonesia	-0,201	0,537
8	PT Unilever Indonesia	-0,436	0,154
9	PT Sepatu Bata	-0,407	0,187
10	PT Unitex	-0,438	0,152
11	PT Sucaco	-0,719	0,008
12	PT Bayer Indonesia	-0,211	0,517
13	PT Panin Bank	-0,705	0,010
14	PT Squibb Indonesia	-0,357	0,254
15	PT Asuransi Jiwa Panin Putra	-0,802	0,002
16	PT Sari Husada	0,549	0,062
17	PT Pan Union Indonesia	-0,022	0,992
18	PT Singer Indonesia	0,155	0,634
19	PT Pfizer Indonesia	0,647	0,022
20	PT Delta Jakarta	-0,583	0,045
21	PT Hotel Prapatan Indonesia	0,609	0,034
22	PT Jakarta Internasional Hotel	0,906	0,000
23	PT Prodentia Indoensia	-0,567	0,571

Tabel 4. Hasil pengujian hipotesis 23 saham perusahaan yang Go-Public untuk tahun 1989 (Periode Bullish) dan tahun 1992 (Periode Normal)

No	Nama Perusahaan	Jumlah T	Hasil Uji	Simpulan
1	PT Centex	29	Menerima Ho	Sama
2	PT BAT Indonesia	0	Menolak Ho	Berbeda
3	PT Tificorp Indonesia	0	Menolak Ho	Berbeda
4	PT Roda Vivatex	0	Menolak Ho	Berbeda
5	PT Goodyear Indonesia	2	Menolak Ho	Berbeda
6	PT Merck Indonesia	27	Menerima Ho	Sama

7	PT Multi Bintang Indonesia	16	Menerima Ho	Sama
8	PT Unilever Indonesia	6	Menolak Ho	Berbeda
9	PT Sepatu Bata	0	Menolak Ho	Berbeda
10	PT Unitex	38	Menerima Ho	Sama
11	PT Sucaco	12	Menolak Ho	Berbeda
12	PT Bayer Indonesia	0	Menolak Ho	Berbeda
13	PT Panin Bank	36	Menerima Ho	Sama
14	PT Squibb Indonesia	14,5	Menerima Ho	Sama
15	PT Asuransi Jiwa Panin Putra	28	Menerima Ho	Sama
16	PT Sari Husada	0	Menolak Ho	Berbeda
17	PT Pan Union Indonesia	38,5	Menerima Ho	Sama
18	PT Singer Indonesia	0	Menolak Ho	Berbeda
19	PT Pfizer Indonesia	28	Menerima Ho	Berbeda
20	PT Delta Jakarta	5	Menolak Ho	Sama
21	PT Hotel Prapatan Indonesia	0	Menolak Ho	Berbeda
22	PT Jakarta Internasional Hotel	10	Menolak Ho	Berbeda
23	PT Prodentia Indoensia	28	Menerima Ho	Sama

tidak berbeda secara signifikan dengan harga saham pada saat normal lebih kecil/sedikit (43,48%) di banding sampel yang mendukung bahwa harga saham yang terjadi di pasar modal pada saat bullish berbeda secara signifikan dengan harga saham pada saat normal (56,52%).

2. Hasil penelitian ini dapat diidentifikasi secara jelas bahwa harga saham perusahaan yang go-public pada saat kondisi bullish berbeda dengan pada saat kondisi pasar modal dalam keadaan normal.
3. Dengan demikian, hipotesis penelitian bahwa efisiensi Bursa Efek Jakarta pada saat kondisi bullish berbeda dengan pada saat kondisi normal tidak dapat ditolak. Dengan kata lain, bursa Efek Jakarta pada saat kondisi bullish berbeda dengan pada saat kondisi normal.

5. KESIMPULAN

Dari hasil analisis data dan pengujian hipotesis, dibawah ini disajikan kesimpulan penelitian sebagai berikut:

1. Di dalam tes keacakan (randomnes) diketahui bahwa baik pada periode bullish (tahun 1989) maupun pada periode normal (tahun 1992) harga saham di pasar

modal berpola acak (random). Apabila sampel representatif terhadap populasi, maka dapat dikatakan efisiensi pasar modal bentuk lemah periode 1989 dan 1992 valid di Indonesia. Dengan kata lain, pasar modal di Indonesia efisien dalam bentuk lemah.

2. Demikian pula, dalam penelitian ini hasil tes korelasi seri menunjukkan bahwa sampel mendukung harga independen atau sama lain, baik pada saat bullish maupun pada saat normal. Oleh karena sifat lain dari pasar modal yang efisien adalah tidak ada korelasi antara perubahan harga saham sebelumnya atau sesudahnya dan independensi menurut teori random-walk merupakan salah satu ciri pasar modal efisien, maka hasil test ini mendukung kesimpulan pertama.
2. Sedangkan hasil uji jenjang bertanda Wilcoxon menunjukkan bahwa efisiensi pasar modal — bentuk lemah — pada saat kondisi bullish dan pada saat kondisi normal adalah berbeda. Perbedaan tersebut perlu diteliti lebih lanjut, apakah pada saat pasar modal dalam kondisi bullish lebih efisien dari pada pada saat pasar modal dalam kondisi normal dan / atau sebaliknya.

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

6. DAFTAR PUSTAKA

- Babbie, Earl. *The Practice of Social Research*. Third Edition. Belmont, California: Wadsworth Publishing Company, 1983.
- Bawazier, Fuad, Dr. "Tinjauan terhadap Misi dan Orientasi Pengembangan Pasar Modal di Indonesia," *Seminar Masalah-masalah Hukum di Pasar Modal Indonesia*, Senat Mahasiswa Fakultas Hukum. UII, Yogyakarta, 1992.
- Bloom, Robert, and Pieter T. Elgers, eds. *Accounting Theory and Policy: A Reader*. Second Edition. Orlando, Florida: Harcourt Brace Javanovich, Inc., 1987.
- Campbell, William Giles, and Stephen Vaughan Ballou. *Form and Style: Theses, Reports, Term Papers. Fourth Edition*. Boston: Houghton Mifflin Company, 1974.

- Dayan, Anto. *Pengantar Metode Statistik*. Jilid II. Jakarta: LP3ES, 1980.
- Dyckman, Thomas R., and Morse Dale. *Efficient Capital Markets and Accounting: a Critical Analysis* Second Edition, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986.
- Emory, C. William. *Business Research Methods. Revised Edition*. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1980.
- Fama, Eugene F., "The Behavior of Stock , Market Prices," *Journal of Business*, January 1965, pp.35-105.
- " Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 1970, pp. 383-416.
- Hadi, Sutrisno, Prof. Drs. M.A. Statistik. Jilid II. Yogyakarta: Yayasan Penerbitan Fakultas Psikologi Universitas Gadjah Mada, 1983.
- Husnan, Suad. *Dasar-Dasar Teori Porto-Folio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Pertama. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN, 1993.
- "Efisiensi Pasar Modal Indonesia," *Jurnal Ekonomi Indonesia*, April 1992, pp. 24-34.
- "Prospek Bursa Paralel sebagai Alternatif Pembiayaan bagi Perusahaan Menengah," *Majalah Manajemen & Usahawan Indonesia*. No. 08 Th. XXIII Agustus, 1994.
- "The First Issues Market: Comparison on the Two Different Period in the Indoensian Market," *Paper Presented on the Sixth PACAP Conference*, July 1994.
- "Investasi di Pasar Modal Indonesia: Perkembangan, Kecenderungan, Kebutuhan dan Prospek," *KELOLA Gadjah Mada University Business Review*. No.7/111, 1994,p.100-13.
- Keane, Simon M. *Stock Market Efficiency Theory, Evidence and Implications*. Second Edition. Oxford: Philip Allan Publishers Limited, 1985.
- Lembaga Pengembangan Kreativitas & Pembinaan Disiplin Masyarakat bekerja sama Yayasan Mitra Dana *Almanak Pasar Modal* 1990. Vol.1, 1990.
- Lorie, James H., Peter Dodd, and Mary Hamilton Kimpton. *The Stock Market: Theories and Evidence*. Second Edition. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc.,1985.

- Machfoedz, Mas'ud. *Efficient Market Hypothesis and Information Content of Financial Ratios*, Literature Review, School of Accountancy, Universty of Kentucky, Kentucky, 1993.
- Mangande, Blasius. *Efisiensi Burs Efek Jakarta sebelum dan sesudah Swatanisasi*. Tesis S-2, Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1993.
- Mason, Robert D. *Statistical Techniques in Business and Economics*. Third Edition. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1974
- Pagalung, Gagaring. *Kebutuhan Informasi Investor di Pasar Modal Indonesia (Suatu Penelitian Eksploratif)*. Tesis S-2, Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1993.
- Papilaya, Marcus Jacob. *Pengaruh Informasi Akuntansi terhadap Keputusan Investasi oleh Pemodal di Pasar Modal Indonesia*. Tesis S-2, Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1990
- Rusiti, Chritiana. *Analisis Perilaku Harga Saham Pasar Modal di Indonesia: Periode 1986-1989 dengan Pendekatan Hipotesis Pasar Modal Efisien*. Tesis S-2, Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1990.
- Sereh, J.A. " *Bursa Paralel sebagai Alternatif Investasi*," Majalah Manajemen & Usahawan Indonesia. No. 08 Th. XXIII Agustus, 1994, pp. 31-35.
- Schroeder, Richard G., Levis D. McCullers, and Myrtle Clark. *Accounting Theory: Text and Readings*. Third Edition. New York: John Willey and Sons, 1987.
- Sjahrir. *Analisis Bursa Efek Jakarta*: PT Gramedia Pustaka Utama, 1995.
- . "Swatanisasi Bursa dan Ekonomi Indonesia," *Dinamika Ekonomi Indonesia* 1990-1992, Warta Ekonomi, Jakarta 1992.
- Sumantoro, Dr. *Pengantar tentang Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Ghalia Indonesia, 1990
- Supranto, J., M.A. *Statistik Psar Modal*. Jakarta: PT Rineka Cipta, 1992.
- Tucker, Alan L., Jeff Madura, and Thomas C. Chiang. *International Financial Markets*: St. Paul: West Publishing Company, 1991.
- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland. *Managerial Finance*, Eight Edition. Chicago: The Dryden Press, 1986.
- . and Eugene F. Brigham. *Managerial Finance*. Seventh Edition. Hinsdale, Illinois; The Dryden Press, 1981.

Wilkes and Brayshan. *Company Finance and Its Management. Accountancy and Finance Series*. London: A Nostrand UK. Co. Ltd., 1986.

Wonnacot, Ronald J., and Thomas H. *Wonaccot. Introductory Statistics*. Fourth Edition. New York: John Willey & Sons, 1985.

Wyatt, Arthur R. "Efficient Market Theory: Its Impact on Accounting," *Journal of Accountancy*. Februari 1983,p. 57.

----- "Efficient Market Theory: Its Impact on Accounting, " *Accounting Theory and Policy: A Reader*.eds. Robert Bloom and Pieter T. Elgers. Second Edition. Orlando, Florida: Harcourt Brace Jova-novich, Inc., 1987, p. 264.