

# PENGUJIAN EFISIENSI PASAR BENTUK LEMAH PADA PERIODE *BULLISH* DAN *BEARISH* DI BURSA EFEK INDONESIA

Eka Yulianti<sup>1</sup>, Esi Fitriani Komara<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jenderal Achmad Yani, Cimahi

<sup>2</sup>Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jenderal Achmad Yani, Cimahi

<sup>1</sup>eka.yulianti@lecture.unjani.ac.id

<sup>2</sup>esi.fk@lecture.unjani.ac.id

## ABSTRAK

Tujuan dari dilakukannya penelitian ini adalah untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah dalam dua kondisi yakni kondisi *bullish* dan kondisi *bearish* dimana kondisi tersebut dapat mempengaruhi pertimbangan investor dalam berinvestasi. Selain itu, penelitian ini juga bertujuan untuk membuktikan apakah pola-pola pergerakan saham pada indeks Kompas 100 dapat dijadikan dasar oleh investor untuk memprediksi pergerakan saham di periode berikutnya. Jenis Pendekatan penelitian yang digunakan adalah pendekatan penelitian kuantitatif dengan menggunakan uji statistik parametrik

Populasi yang digunakan adalah seluruh saham yang tergabung dalam kelompok indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018-2019. Berdasarkan hasil pengujian menggunakan dua alat statistik yaitu *run test* dan korelasi seri dapat disimpulkan bahwa baik pada periode *bullish* maupun *bearish* pasar modal Indonesia tidak efisien dalam bentuk lemah. Pada hasil pengujian *run* pergerakan *return* adalah tidak berpola *random* dan hal ini didukung oleh hasil pengujian korelasi seri bahwa terdapat keterkaitan yang erat antara pergerakan saham periode yang satu dengan yang lainnya. Hal ini mengindikasikan bahwa pergerakan saham di masa yang lalu dapat digunakan untuk memprediksi atau meramalkan pergerakan saham di masa yang akan datang.

**Kata Kunci:** *Bullish*, *Bearish*, *run test*, dan korelasi seri

## ABSTRACT

*This study aims to test the efficiency of a weak form market in two conditions, namely a bullish condition and a bearish condition where these conditions can affect investors' considerations in investing. In addition, this study also aims to prove whether the patterns of stock movement on the Kompas 100 index can be used as a basis for investors to predict stock movements in the next period. This type of research approach used is a quantitative research approach using parametric statistical tests.*

*The population in this study are all stocks that are members of the Kompas 100 index group on the Indonesia Stock Exchange during the 2018-2019 period. Based on the test results using two statistical tools, namely the run test and series correlation, it can be concluded that both during the bullish and bearish period the Indonesian capital market was inefficient in a weak form. In the run test results, the return movement is not random and this is supported by the results of the series correlation test that there is a close relationship between stock movements from one period to another. This indicates that past stock movements can be used to predict or predict future stock movements.*

**Keywords:** *Bullish*, *Bearish*, *run test*, and *series correlation*

## PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia di era globalisasi dewasa ini menunjukkan perkembangan yang cukup pesat dan mengesankan. Kini pasar modal dianggap sebagai wadah investasi yang dapat diandalkan oleh investor. Hal tersebut dapat dilihat dari antusiasme investor dalam berinvestasi di pasar modal yang ditunjukkan oleh pertumbuhan positif jumlah investor di pasar modal Indonesia. Pada bulan Mei 2019, jumlah investor yang berinvestasi di pasar modal adalah

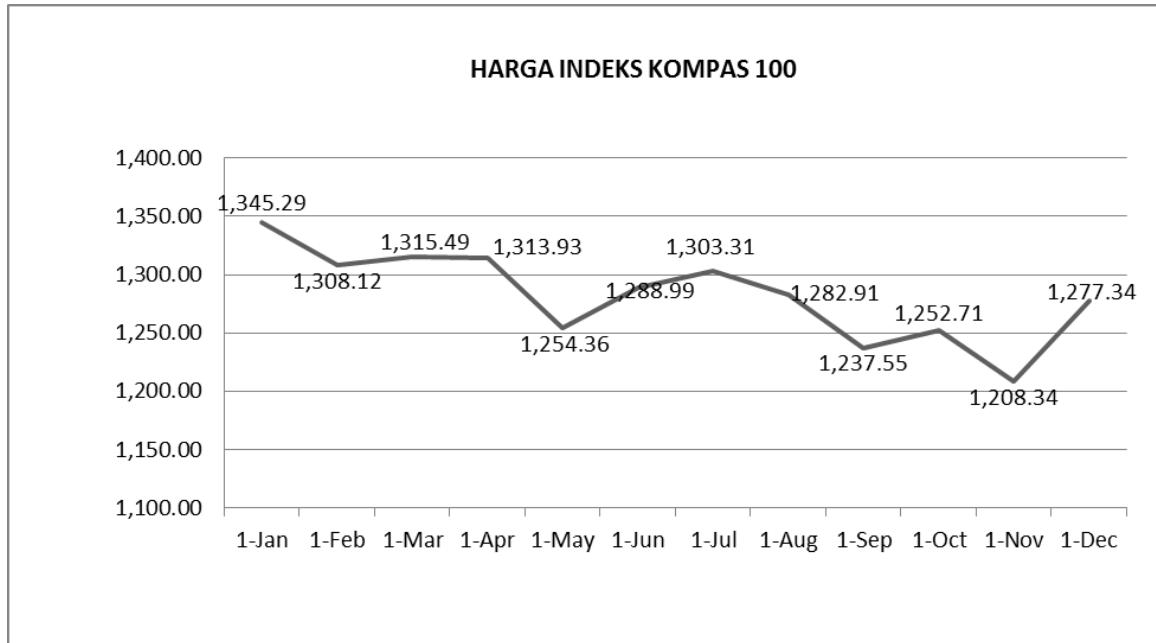
sebanyak 1,9 juta investor. Tingginya angka tersebut mencirikan bahwa minat masyarakat dalam berinvestasi pada saham semakin besar, sebagaimana yang selama ini disosialisasikan oleh BEI. Capaian pada tahun 2019 tersebut meningkat 19 persen dibandingkan dengan pada tahun 2018. Sedangkan jumlah investor selama tahun 2018 sebanyak 1,6 juta, tumbuh 44 persen dari tahun sebelumnya yakni sebanyak 1,1 juta. Sebelumnya, BEI melakukan pencatatan terhadap pertumbuhan investor sebesar 26 persen. Sepanjang 2018, jumlah investor saham mencapai 854.000 dimana

jumlahnya naik 36 persen dibandingkan tahun 2017 yakni sebanyak 630.000. disamping itu, transaksi rata ratanya pun mengalami peningkatan pada tahun 2018. Nilai transaksinya tumbuh 18 persen, sedangkan frekuensi naik sebesar 14 persen, dan volume transaksi naik menjadi 29 persen (Movanita, 2019).

Perkembangan pasar modal yang dijelaskan pada paragraf sebelumnya mencerminkan bahwa berinvestasi di pasar modal dianggap dapat memberikan pengembalian atau *return* yang layak dan menjanjikan bagi investor. Namun investor tetap perlu peka terhadap berbagai kemungkinan kerugian yang mungkin timbul dari investasi tersebut. Arus informasi pada era globalisasi dewasa ini juga dapat sangat berkaitan dengan kondisi investasi para investor di pasar modal. Seorang investor perlu cermat dalam menentukan aksi jual dan beli sahamnya di tengah situasi pasar modal yang sensitif terhadap berbagai informasi yang relevan. Informasi-informasi yang relevan dengan pasar modal tersebut dapat berkaitan dengan teori efisiensi pasar. Informasi dapat berupa informasi politik, ekonomi, sosial yang sifatnya bisa tidak terduga dan dapat dijadikan dasar pertimbangan bagi investor dalam mengelola investasinya. Namun, respon investor terhadap berbagai informasi tersebut dapat berbeda-beda. Perbedaan respon dan persepsi investor terhadap berbagai informasi mengakibatkan terjadinya perbedaan keputusan aksi jual dan beli saham yang pada akhirnya dapat menyebabkan tarik menarik antara *supply* dan *demand* sehingga dapat membentuk harga keseimbangan yang baru.

Pasar modal Indonesia memiliki pergerakan saham dengan volatilitas yang tinggi. Volatilitas tersebut dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor seperti kondisi makro ekonomi, kondisi politik yang tidak menentu, berbagai

kebijakan dan peraturan yang ditetapkan pemerintah, rupiah terdepresiasi dan lain sebagainya yang dapat mempersulit investor untuk mengambil keputusan investasi (Cahyadi et al., 2017). Oleh sebab itu, untuk merangkum pergerakan berbagai macam saham yang dapat digunakan oleh investor untuk melakukan estimasi terhadap *return* sahamnya maka di pasar modal Indonesia terdapat berbagai macam indeks saham selain IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). Berbagai indeks saham yang terdapat di pasar modal dapat lebih spesifik mencerminkan pergerakan saham yang tergabung dalam kelompok indeks dengan kriteria-kriteria tertentu. Indeks saham tersebut diantaranya adalah ILQ-45, Kompas 100, JII, Bisnis 27, Srikehati, dan Pefindo. Investor dapat melakukan strategi dalam menginvestasikan dananya ke dalam saham-saham yang tergabung ke dalam indeks tertentu. Hal tersebut dilakukan dengan tujuan agar investor dapat lebih mengetahui kondisi saham yang tergabung ke dalam indeks yang sudah jelas kriteria pemilihan sahamnya misalnya berdasarkan *return* yang tinggi atau kapitalisasi pasar yang besar. Indeks Kompas 100 dapat dijadikan alternatif investasi untuk memperoleh *return* yang setara dengan *return* yang diberikan oleh IHSG. Indeks Kompas 100 terdiri atas 100 perusahaan yang saham-sahamnya memiliki likuiditas yang baik serta nilai kapitalisasi pasar yang besar. Selain itu, Indeks Kompas 100 dapat mencerminkan kecenderungan arah pergerakan indeks. Di sisi lain, meskipun indeks ini merupakan indeks yang terdiri atas saham-saham yang sudah diseleksi dan memiliki likuiditas yang baik, namun sahamnya tidak terlepas dari berbagai risiko yang mungkin terjadi. Adapun pergerakan indeks KOMPAS 100 selama tahun 2019 adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Perkembangan Indeks Kompas 100 2019  
 Sumber : *investing* (*investing*, n.d.), diolah kembali 2020

Gambar 1 menunjukkan bahwa harga indeks Kompas 100 berfluktuasi dengan kecenderungan menurun. Informasi mengenai pergerakan harga Indeks Kompas 100 tersebut dapat dijadikan sebagai dasar bagi investor dalam hal pengambilan keputusan investasinya. Hal ini berkaitan dengan teori efisiensi pasar. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah maka berfluktuasinya pergerakan indeks tersebut mencerminkan bahwa saham-saham yang tergabung ke dalam kelompok Indeks Kompas 100 dipengaruhi oleh berbagai informasi yang terjadi dan relevan dengan pasar modal dan bergerak *random*. Namun apabila, pola pergerakan harga tersebut dipengaruhi oleh pergerakan harga periode sebelumnya maka pasar tidak efisien dalam bentuk lemah. Lebih lanjut, pergerakan suatu harga indeks dapat juga dijadikan sebagai dasar bagi investor untuk memprediksi apakah pasar dalam keadaan *bullish* atau *bearish*. Kondisi pasar yang sedang aktif atau dapat dikatakan *bullish*, ditunjukkan pada peningkatan harga dan volume perdagangan sedangkan keadaan pasar yang sedang turun atau *bearish*, ditandai dengan adanya penurunan pada harga dan volume perdagangan saham (Tandelilin, 2017). Kondisi *bullish* dan *bearish* merupakan suatu hal yang penting dikarenakan kondisi pasar tersebut akan mempengaruhi keputusan investasi dalam hal jual dan beli saham

(Cahyadi et al., 2017). Gambar 1 yang menunjukkan pergerakan Kompas 100 selama tahun 2019 termasuk ke dalam periode *bullish* yang dilihat berdasarkan rata-rata *return* positif indeks tersebut.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dikatakan bahwa Indeks Kompas 100 dapat dijadikan sebagai indikator perkembangan saham di pasar modal baik dalam kondisi *bullish* maupun *bearish*. Maka dari itu, salah satu tujuan dari penelitian membuktikan apakah pola-pola pergerakan saham pada indeks Kompas 100 dapat dijadikan dasar oleh investor untuk memprediksi pergerakan saham di periode berikutnya. Selain itu, penulis ingin mengkaji dan membuktikan kembali bagaimana kondisi efisiensi pasar modal Indonesia dalam bentuk lemah dalam kondisi *bullish* dan *bearish market* yang juga merupakan keunggulan dari penelitian ini.

## KAJIAN TEORI

### *Efisiensi Pasar*

Efisiensi pasar merupakan salah satu topik yang dapat diteliti yang berkaitan dengan informasi-informasi yang dapat mempengaruhi pasar modal. Pada umumnya efisiensi pasar terbagi ke dalam efisiensi pasar berdasarkan keputusan dan berdasarkan informasi. Efisiensi

pasar berdasarkan keputusan berkaitan dengan ketepatan investor dalam merespon informasi sedangkan efisiensi pasar secara informasi berkaitan dengan kecepatan investor dalam merespon informasi. Konsep pasar yang efisien berkaitan dengan aspek informasi, hal ini berarti bahwa pasar efisien adalah pasar dimana harga seluruh sekuritas yang diperdagangkan telah menggambarkan seluruh informasi yang ada (Tandelilin, 2017). Informasi tersebut dapat berupa seluruh informasi baik informasi yang telah terjadi (misalkan keuntungan perusahaan pada periode sebelumnya), maupun informasi yang terjadi saat ini (sebagai contoh adalah rencana peningkatan dividen), serta informasi yang sifatnya seperti opini rasional yang beredar di pasar modal yang dapat memprovokasi perubahan harga saham (Tandelilin, 2017).

Fama (1970) mengungkapkan bahwa bentuk efisiensi pasar terdiri atas 3 kelompok, yang dapat dikatakan sebagai hipotesis pasar efisien (EMH). Ketiga jenis efisien pasar tersebut adalah (1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form of the efficient market hypothesis*), (2) Efisiensi pasar semi kuat (*semi strong form of the efficient market hypothesis*), dan (3) Efisiensi pasar dalam bentuk kuat (*strong form of the efficient market hypothesis*). Ketiga jenis pasar efisien tersebut berkaitan erat dengan seberapa jauh pasar dapat menyerap informasi yang tersedia (Nasution, 2017).

Adapun penjelasan *detail* mengenai ketiga bentuk efisiensi pasar yang dikemukakan oleh Nasution (2017) adalah sebagai berikut:

### **1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah**

Efisiensi pasar dalam bentuk lemah ini terkait dengan teori random walk yang mengungkapkan bahwa data pada masa historis tidak berkaitan dengan harga sekuritas saat ini. Pada efisiensi pasar bentuk ini pelaku pasar tidak dapat memakai analisis teknikal untuk meramalkan harga saham di masa depan berdasarkan informasi yang telah terjadi di masa lampau.

### **2. Efisiensi pasar bentuk semi kuat**

Efisiensi pasar jenis ini disempurnakan menjadi studi peristiwa (*event study*). Pada efisiensi pasar bentuk ini harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi masa lalu dan informasi yang dipublikasikan yang relevan dengan pasar modal. Informasi-informasi berkaitan dengan masa lalu salah satu contohnya dapat berupa laporan keuangan sedangkan Informasi yang dipublikasikan dapat berupa peristiwa konvensional, kluster, atau peristiwa tak terduga baik yang bersifat ekonomi maupun non ekonomi. Berdasarkan pendekatan efisiensi pasar jenis ini, investor tidak memiliki kesempatan untuk mendapatkan *abnormal return* dengan menggunakan cara yang dibentuk berdasarkan informasi tersedia yang telah dipublikasikan. Pada intinya adalah teori efisiensi pasar ini beranggapan bahwa seluruh investor akan merespon secara cepat dan efeknya adalah terjadi peningkatan harga untuk menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan.

### **3. Efisiensi pasar bentuk kuat**

Efisiensi pasar jenis kuat menetapkan dimana harga yang terbentuk di pasar modal menggambarkan semua informasi yang tersedia, baik informasi yang telah dipublikasikan maupun informasi yang sifatnya privat. Hal ini mengindikasikan bahwa efisiensi pasar bentuk kuat terdiri atas seluruh informasi masa lalu yang relevan dan juga informasi yang dipublikasikan yang relevan dengan kondisi pasar modal. Selain itu, termasuk juga di dalamnya informasi yang hanya dimiliki oleh pihak tertentu saja, sebagai contoh yakni pihak manajemen, dewan direksi, dan para kreditur. Efisiensi pasar bentuk ini merupakan bentuk terketat diantara bentuk efisiensi pasar lainnya. Pernyataan tersebut dapat dilihat dari definisi efisiensi pasar bentuk kuat itu sendiri bahwa harga pasar menggambarkan seluruh informasi, baik yang dipublikasikan maupun yang bersifat privat. Maka dari itu, berdasarkan konsep ini tidak akan terdapat investor seorangpun baik individu maupun lembaga atau institusi

tertentu yang akan bisa mendapatkan *abnormal return* pada periode tertentu, dengan memanfaatkan informasi tersedia di pasar dalam hal kelebihan informasi, termasuk di dalamnya informasi yang hanya bisa didapatkan oleh orang-orang tertentu saja.

### **Efisiensi Pasar Bentuk lemah**

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, efisiensi pasar bentuk lemah merupakan teori efisiensi pasar yang berkaitan dengan teori langkah acak dan juga berkaitan dengan estimasi tingkat pengembalian atau harga saham berdasarkan *tingkat pengembalian* atau harga historis. Konsep Pasar Efisien dapat dikatakan benar, jika perubahan harga historis saham tidak berkaitan dengan harga saham yang terjadi saat ini, sehingga tidak bisa dipakai untuk meramalkan harga atau tingkat pengembalian dari saham (Yulianti & Jayanti, 2019). Hal ini memicu pertanyaan bahwa apakah informasi yang terkandung pada harga saham periode sebelumnya yang berurutan sudah secara penuh menggambarkan harga sekarang. Kemudian, bagaimana keterkaitan antara harga atau *return* antara periode sekarang dengan periode sebelumnya. Jika konsep efisiensi pasar dikatakan benar, maka perubahan harga saham secara historis tidak berkaitan dengan harga saham yang terjadi saat ini, sehingga tidak bisa dipakai untuk meramalkan harga atau tingkat pengembalian dari saham di masa depan. Selanjutnya, jika konsep pasar efisien bentuk lemah dan efeknya harga bersifat independen dari pengaruh pergerakan saham secara masa lampau maka artinya pergerakan harga berpola acak apabila pengujian hanya dilakukan terhadap pergerakan harga masa lampau (Nasution, 2017). Maksud dari langkah acak adalah bahwa pergerakan harga sekuritas di masa saat ini tidak berkaitan dengan pergerakan sekuritas di masa yang lalu.

Lebih lanjut, Nasution (2017) mengungkapkan bahwa pada efisiensi pasar bentuk lemah pasar akan dapat mengetahui dan mengubah kebijakannya dengan segera yakni dengan cara melakukan strategi perdagangan yang berbeda dari sebelumnya. Hal

tersebut dilakukan dengan cara salah satunya untuk mengantisipasi adanya penurunan harga saham di awal tahun, investor akan melepas sahamnya dengan agar terhindar dari kerugian karena turunnya harga saham. Strategi yang diterapkan oleh investor tersebut akan memungkinkan turunnya harga saham perusahaan secara keseluruhan. Investor yang bersifat rasional tentunya akan menjual sahamnya dengan segera pada akhir tahun untuk dapat terhindar dari kerugian karena turunnya harga saham pada awal tahun.

Lebih lanjut, Hartono (2016) mengatakan bahwa untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah dapat dilakukan dengan berbagai uji statistik yakni berdasarkan pengujian pengujian pada efisiensi pasar bentuk lemah dapat menggunakan beberapa aturan perdagangan teknis (*technical trading rules*). Khajar (2008) mengemukakan bahwa pengujian secara statistik dapat dilakukan dengan tujuan untuk menguji hubungan pergerakan harga sekuritas. Jika hasilnya menunjukkan bahwa harga saham tidak berkaitan dengan harga di masa lalu maka pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah. Hal ini berarti bahwa investor tidak dapat memakai data harga historis dari variabel-variabel penduga (sebagai contoh harga, *return*, dividend yield, rasio P/E atau suku bunga) untuk meramalkan harga atau tingkat pengembalian saat ini. Pengujian statistik yang banyak dilakukan untuk pengujian independensi yakni pengujian keterkaitan variabel memakai korelasi seri atau dapat juga dengan cara melakukan uji regresi linier dan pengujian runtun (*run test*). Pengujian runtun (*run test*) adalah mengurutkan beberapa lambang yang sama, yang diikuti serta mengikuti lambang-lambang yang berbeda, atau tidak mengikuti atau diikuti lambang apapun (Bachelier, 1964). Sedangkan pengujian korelasi seri dipakai untuk mengetahui seberapa kuat kaitan antara harga saham periode  $t$  dengan periode sebelumnya.

### **Bullish dan Bearish market**

*Bullish* dan *bearish* merupakan dua kondisi pasar modal yang sangat dikenal dalam konteks investasi di pasar modal. Kedua konsep

yang disebutkan penting dan lazim dipakai, namun kepustakaan keuangan pada dasarnya tidak memberikan pengertian yang pasti dan metode yang serupa dalam pengukurannya (Kole, 2017). Namun, Secara intuitif, pasar dalam keadaan *bearish* dan *bullish* tandanya berbeda, yakni pada periode *bullish*, pergerakan harga akan cenderung naik dengan bertahap dan memiliki tingkat volatilitas yang rendah; sedangkan selama periode *bearish*, pergerakan harga akan cenderung “jatuh” secara signifikan dan memiliki volatilitas yang tinggi (Kole, 2017).

Lebih lanjut, Cahyadi dkk. (2017) menyebutkan bahwa *Bullish* adalah suatu keadaan dimana pasar saham sedang mengalami kecenderungan yang ditandai dengan pergerakan saham yang secara terus menerus meningkat. Faktor-faktor yang dapat menjadi penyebab *bullish* diantaranya adalah adanya peningkatan keuntungan perusahaan, keadaan makro ekonomi negara dimana perusahaan tersebut berada maupun keadaan ekonomi global yang cenderung meningkat. Selain itu, Cahyadi dkk. (2017) juga mengungkapkan bahwa pasar dapat dikatakan *bearish* ketika pergerakan saham menunjukkan tren yang menurun. Faktor-faktor yang dapat menjadi penyebab *bearish* adalah penurunan keuntungan perusahaan, keadaan makro ekonomi negara perusahaan tersebut berada maupun keadaan ekonomi global yang cenderung melemah. Fabozzi, F.J., (1979) mengelompokkan kondisi pasar berdasarkan tingkat pengembalian pasar pada periode tertentu. Ketika *return* IHSG (*Rmt*) periode tertentu menunjukkan nilai yang positif maka artinya pasar dapat diklaim sedang dalam keadaan *bullish*, sebaliknya jika *tingkat pengembalian* IHSG (*Rmt*) periode *t* menunjukkan nilai yang negatif maka artinya pasar dapat dikelompokkan pada kondisi pasar yang sedang *bearish*.

### **State Of The Art**

Beberapa penelitian terdahulu terkait efisiensi pasar bentuk lemah menunjukkan hasil yang beragam. Penelitian-penelitian yang membuktikan bahwa pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah diantaranya dilakukan oleh Yulianti & Jayanti (2019) yang

mengungkapkan bahwa pasar efisien dalam bentuk lemah selama periode 2014-2017, sehingga investor tidak dapat memakai informasi pergerakan saham di masa lalu sebagai pertimbangan investasi. Khajar (2008) melakukan penelitian sebelum dan sesudah krisis moneter yang berarti pada dua kondisi *bullish* dan *bearish market* dan menunjukkan hasil bahwa pasar modal Indonesia efisien dalam bentuk lemah. Mas'ud (2000) menyatakan hasil pengujiannya menunjukkan pasar bergerak random artinya pasar efisien dalam bentuk lemah. Selanjutnya penelitian mengenai efisiensi pasar di beberapa negara diantaranya dilakukan oleh Chen & Metghalchi (2012) yang menyebutkan bahwa pasar modal Brazil efisien dalam bentuk lemah. Selain itu, Kaur & Singh (2018) menyebutkan bahwa pasar modal India efisien dalam bentuk lemah baik dalam kondisi *bullish* maupun *bearish market*

Beberapa penelitian yang menunjukkan pasar tidak efisien baik di dalam maupun luar Indonesia adalah dilakukan oleh Samuel dkk. (2015) mengungkapkan berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan yaitu *run test* dan *autocorrelation test*, semua sampel yang dipakai tidak mengikuti pola *acak* sehingga penelitian mengatakan bahwa Pasar Modal Indonesia tidak efisien. Selanjutnya, Pervez dkk. (2018) mendapatkan hasil yang tidak efisien pada pasar modal Dhaka. Kemudian, Sadat & Hasan (2019) mendapatkan hasil penelitian yang tidak efisien pada pasar modal Dhaka karena pergerakan saham saling berkaitan antara satu periode dengan periode sebelumnya. Selain itu, penelitian Shanmugham & Zabiulla (2012) mendapatkan hasil bahwa pada kondisi *bearish* harga saham memiliki volatilitas yang tinggi. Namun pada kondisi *bullish* harga saham memiliki volatilitas yang rendah. ini dapat berarti bahwa kondisi efisiensi pasar pada kedua kondisi dapat berbeda.

Pada dasarnya tidak banyak penelitian yang menggabungkan konsep efisiensi pasar dan dua kondisi pasar *bullish* dan *bearish*. Namun, seperti yang telah diuraikan sebelumnya hal ini menjadi penting untuk dapat dipertimbangkan karena kondisi *bullish* dan *bearish* dapat

mempengaruhi keputusan investor dalam hal aksi jual beli saham. Sehingga dalam penelitian ini penggabungan antara pengujian efisiensi pasar bentuk lemah dengan kondisi *bearish* dan *bullish* menjadi suatu kebaruan yang diharapkan dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi yang lebih baik.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian kuantitatif dengan menggunakan uji statistik parametrik. Populasi yang digunakan adalah seluruh saham yang termasuk ke dalam kelompok indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia yaitu periode 2018-2019. Populasi tersebut terdiri atas 100 saham dimana saham-saham yang termasuk ke dalam indeks Kompas 100 selama tahun 2018-2019 tidak mengalami perubahan. Pengujian dilakukan terhadap masing-masing periode yaitu *bullish* dan *bearish*. Metode penentuan sampel menggunakan sampling jenuh karena semua anggota populasi dijadikan sebagai sampel. Variabel yang digunakan adalah *return*. Terkait dengan variabel yang digunakan, skala dari variabel *return* adalah rasio. Penulis menggunakan dokumen-dokumen yakni data harga penutupan saham bulanan dari anggota kelompok indeks saham Kompas 100 periode Januari 2018 sampai dengan Desember 2019 yang keduanya dikelompokkan ke dalam periode *bullish* dan *bearish market* atas dasar rata-rata *return* pasar (Kompas 100). Ketika rata-rata *return* menunjukkan nilai yang positif maka pasar dapat diklaim sedang mengalami kondisi *bullish*, dan sebaliknya jika *rata-rata return* menunjukkan nilai negatif maka pasar diklasifikasikan pada kondisi pasar *bearish*.

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dari tahap penelitian pendahuluan dengan cara melakukan studi kepustakaan yakni mempelajari berbagai buku dan literatur, berbagai jurnal ekonomi dan bisnis, dan referensi lain yang berhubungan dengan pasar modal. Teknik analisis yang digunakan dalam melakukan uji *run* dan korelasi seri adalah dengan bantuan perangkat lunak program E-views 8.

Metode ini juga didukung dengan pengumpulan data dari media internet guna mencapai tujuan penelitian.

## HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

### Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mendeteksi apakah sebaran data menunjukkan distribusi normal atau tidak. Uji normalitas adalah salah satu kriteria yang digunakan untuk pengujian efisiensi pasar bentuk lemah. Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah distribusi dari data tingkat pengembalian berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas ini dilakukan menggunakan Jarque-Bera (J-B) dengan kriteria pengujian dalam uji normalitas adalah  $H_0$  ditolak ( $H_0$ : *Return* saham berdistribusi secara normal) apabila  $p$  - value < 0,05. Rekapitulasi hasil uji normalitas yang dilakukan sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Uji Normalitas Data

PERIODE	P-VALUE	KETERANGAN
<i>Bullish</i>	0,001	Tidak berdistribusi normal
<i>Bearish</i>	0,000	Tidak berdistribusi normal

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah kembali tahun 2020

Berdasarkan tabel 1 terlihat bahwa baik pada periode *bullish* maupun *bearish*  $p$ -value yang dihasilkan kurang dari 5%. Artinya data yang dianalisis dalam penelitian ini tidak berdistribusi normal. Hal ini diduga akan berkaitan dengan hasil uji *run* yang memiliki pola tertentu dan uji korelasi seri yang memiliki keterkaitan signifikan antar satu periode ke periode lainnya. Jika hasilnya memiliki pola dan memiliki keterkaitan data satu sama lain maka harga akan dengan mudah diperkirakan oleh investor. Hal ini juga didukung oleh pernyataan Shiblu & Ahmed (2015) yang menyebutkan bahwa jika *return* berdistribusi normal artinya pergerakan *return* saham berpola acak yang juga berarti bahwa harga akan berubah secara independen sehingga membuat harga sulit untuk diperkirakan.

### Hasil Uji Run

Pengujian terhadap efisiensi pasar dalam bentuk lemah pada penelitian ini adalah menggunakan uji *run* dan korelasi seri. Saham-saham yang dianalisis adalah saham-saham yang tergabung ke dalam kelompok Indeks Kompas 100. Uji *run* dilakukan untuk dua kondisi yaitu *bullish* dan *bearish market*. Adapun hasil uji *run* untuk kedua kondisi tersebut dapat dilihat pada tabel 2 dan 3.

Tabel 2. Run Test Periode Bullish

PERIODE	P-VALUE	KEPUTUSAN	KETERANGAN
<i>Bullish</i>	0,000	Ho ditolak	Tidak berpola random

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah kembali tahun 2020

Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai *prob-value* untuk seluruh saham yang diteliti lebih kecil dari 5%. Hal ini mengindikasikan bahwa pada periode *bullish* pergerakan saham yang diproksi oleh *return* di pasar modal tidak berpola acak. *Return* yang tidak berpola acak tersebut mencerminkan bahwa pasar modal Indonesia pada periode *bullish* adalah tidak efisien. Artinya terdapat pola-pola tertentu pada pergerakan saham yang biasanya dimanfaatkan investor yang berkaitan dengan analisis teknikal.

Tabel 3. Run Test Periode Bearish

PERIODE	P-VALUE	KEPUTUSAN	KETERANGAN
<i>Bullish</i>	0,000	Ho ditolak	Tidak berpola random

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah kembali tahun 2020

Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai *prob-value* untuk seluruh saham yang diteliti pada periode *bearish* lebih kecil dari 5%. Hal ini juga mengindikasikan bahwa pada periode *bearish* pergerakan saham yang diproksi oleh *return* di pasar modal tidak berpola acak. *Return* yang tidak berpola acak tersebut mencerminkan bahwa pasar modal Indonesia pada periode *bearish* adalah tidak efisien. Artinya pergerakan saham memiliki pola-pola tertentu dan hal ini biasanya digunakan oleh para investor terkait dengan analisis teknikal.

### Hasil Uji Korelasi Seri

Uji korelasi seri digunakan untuk mengetahui seberapa kuat hubungan antara *return* periode  $t$  dengan periode  $t$  sebelumnya. Adapun hasil uji korelasi seri pada variabel *return* dapat dilihat pada tabel 4 dan 5 sebagai berikut:

Tabel 4. Hasil Uji Korelasi Seri Lag 1 Pada Periode Bullish

PERIODE	P-VALUE	KEPUTUSAN	KETERANGAN
<i>Bullish</i>	0,000	Ho ditolak	Ada korelasi

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah kembali tahun 2020

Berdasarkan tabel 4 hasil pengujian korelasi seri pada periode *bullish* menunjukkan nilai *prob-value* kurang dari 5%. Hal ini mencerminkan bahwa pergerakan saham yang diproksi oleh *return* setiap bulannya berkaitan satu sama lain atau memiliki korelasi signifikan. Jika dikaitkan dengan teori efisiensi pasar maka artinya pasar modal Indonesia pada periode *bullish* yang diteliti tidak efisien dalam bentuk lemah. Hal ini relevan dengan hasil uji *run* yang menunjukkan bahwa pergerakan saham memiliki pola-pola tertentu dan tidak bersifat random dan juga berarti bahwa pasar tidak efisien dalam bentuk lemah.

Tabel 5. Hasil Uji Korelasi Seri Lag 1 Pada Periode Bearish

PERIODE	P-VALUE	KEPUTUSAN	KETERANGAN
<i>Bearish</i>	0,001	Ho ditolak	Ada korelasi

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah kembali tahun 2020

Berdasarkan tabel 5 hasil pengujian korelasi seri pada periode *bearish* menunjukkan bahwa nilai *prob-value* kurang dari 5%. Hal tersebut mencerminkan bahwa pergerakan saham yang diproksi oleh *return* setiap minggunya berkaitan satu sama lain atau memiliki korelasi signifikan. Jika dikaitkan dengan teori efisiensi pasar maka artinya pasar modal Indonesia pada periode *bearish* yang diteliti tidak efisien dalam bentuk lemah. Hal ini relevan dengan hasil uji *run* pada periode *bearish* yang menunjukkan bahwa pergerakan saham memiliki pola-pola tertentu dan tidak bersifat random dan juga berarti bahwa pasar tidak efisien dalam bentuk lemah.



Berdasarkan hasil uji *run* yang telah diuraikan sebelumnya baik pada periode *bullish* maupun periode *bearish* yang diteliti menunjukkan bahwa pasar tidak efisien dalam bentuk lemah. Artinya pergerakan saham yang diproksi oleh *return* tidak berpola acak atau memiliki pola-pola khusus. Pola-pola inilah yang biasa digunakan oleh investor atau pelaku pasar yang memakai analisis teknikal dalam memantau pergerakan saham. Selain itu, hasil uji korelasi seri juga menunjukkan bahwa terdapat korelasi antara satu periode ke periode lainnya baik pada periode *bullish* maupun pada periode *bearish*. Hal ini juga mencerminkan bahwa pasar tidak efisien dalam bentuk lemah pada periode *bullish* maupun periode *bearish*. Tidak efisiennya pasar modal Indonesia baik pada periode *bullish* maupun periode *bearish* yang diteliti menunjukkan bahwa pasar tidak merefleksikan seluruh informasi yang tersedia. Kondisi pasar yang tidak efisien mendukung penelitian *behavioral finance* yang menyatakan bahwa investor lebih fokus pada pengaruh psikologi, ekonomi, dan sosial lingkungan dalam mengambil sebuah keputusan (Forbes, 2009). Hal ini dapat disebabkan oleh terdapatnya kecenderungan investor yang lebih memilih untuk menghindari kerugian atas investasi yang dilakukannya (Kahneman & Tversky 1979). Adanya investor yang tidak rasional dalam kegiatan pasar modal ini menjadi pemicu terjadinya kondisi pasar yang tidak efisien. Keputusan yang dilakukan oleh investor yang tidak mampu menginterpretasikan informasi secara tepat mengakibatkan pergerakan harga saham di sebuah pasar modal tidak mencerminkan seluruh informasi yang tersedia (Hartono 2016). Sehingga terdapat pola-pola tertentu pada pergerakan harga saham dan terdapat keterkaitan *return* antara satu periode ke periode lainnya. Dalam kejadian anomali ini, seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan cara memanfaatkan suatu peristiwa tertentu. Hartono (2016) juga mengatakan bahwa salah satu alasan pasar tidak efisien adalah informasi yang disebarluaskan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian para pelaku pasar. Hal ini juga berarti bahwa pada kondisi pasar yang tidak efisien, investor dapat memakai informasi

yang tersedia untuk memperkirakan atau memproyeksi harga saham di masa yang akan datang dalam rangka memperoleh keuntungan.

Beberapa hasil penelitian terdahulu yang mendukung kondisi pasar tidak efisien baik di dalam maupun luar Indonesia adalah dilakukan oleh Samuel dkk (Samuel et al., 2015) mengungkapkan berdasarkan hasil uji *run test* dan *autocorrelation test*, semua sampel yang dipakai tidak berpola *random* oleh karena itu penelitian ini menyimpulkan bahwa Pasar Modal Indonesia tidak efisien. Pervez et al., (2018) mendapatkan hasil yang tidak efisien pada pasar modal namun di pasar modal Dhaka. Selanjutnya (Sadat & Hasan (2019) mendapatkan hasil penelitian yang tidak efisien pada pasar modal Dhaka karena pergerakan saham saling berkaitan antara satu periode dengan periode sebelumnya. Selain itu, penelitian Shanmugham & Zabiulla (2012) mendapatkan hasil bahwa pada kondisi *bearish* harga saham memiliki volatilitas yang tinggi. Namun pada kondisi *bullish* harga saham memiliki volatilitas yang rendah. Pada penelitian ini hanya pada periode *bearish* yang menunjukkan pasar efisien dalam bentuk lemah, namun pada periode *bullish* saham tidak efisien dalam bentuk lemah. Sehingga investor dapat menggunakan pergerakan saham yang tidak *random* untuk memperoleh *abnormal return*.

## KESIMPULAN & SARAN

### *Kesimpulan*

Berdasarkan hasil pengujian menggunakan dua alat statistik yaitu *run test* dan korelasi seri dapat disimpulkan bahwa baik pada periode *bullish* maupun *bearish* pasar modal Indonesia tidak efisien dalam bentuk lemah. Pada hasil pengujian *run* pergerakan *return* adalah tidak berpola *random* dan hal ini didukung oleh hasil pengujian korelasi seri bahwa terdapat keterkaitan yang erat antara pergerakan saham periode yang satu dengan yang lainnya. Hal ini mengindikasikan bahwa pergerakan saham di masa lampau dapat digunakan untuk meramalkan pergerakan saham di masa depan. Lebih lanjut, hasil pengujian juga berarti bahwa bahwa pelaku pasar dalam hal ini seorang investor akan dapat

memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan strategi perdagangan yang ada dengan tepat baik pada kondisi *bullish* maupun *bearish*.

### **Saran**

Atas dasar uraian pada bab sebelumnya maka saran dari penelitian ini adalah:

1. Saran Untuk Investor/calon investor  
Pasar tidak efisien dalam bentuk lemah berarti informasi pergerakan saham di masa lalu dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk berinvestasi di masa yang akan datang. Namun tetap penting bagi investor untuk menggunakan kedua analisis saham yaitu analisis teknikal maupun fundamental pada saat mengambil keputusan investasi terutama pada saat kondisi *bearish*.
2. Saran Untuk Penelitian Selanjutnya
  - a. Saran penulis untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:
  - b. Peneliti selanjutnya sebaiknya dapat memperpanjang periode penelitian agar hasil dari penelitian lebih dapat digeneralisir.
  - c. Penelitian selanjutnya hendaknya menggunakan tambahan metode lain seperti variance ratio test, unit root test, dan metode lainnya serta menambah variabel lainnya seperti inflasi, nilai kurs dan lain lain agar hasil menjadi lebih akurat dan hasil penelitian dapat lebih informatif bagi investor.
  - d. Peneliti selanjutnya hendaknya melakukan analisis mengenai kondisi efisiensi pasar dalam bentuk lemah ini dengan membandingkan kondisi pasar negara berkembang dan negara maju agar dapat memberikan informasi bagi investor sebagai dasar pertimbangan investasinya.

### **DAFTAR PUSTAKA**

Bachelier, L. (1964). *Theorie De La Speculation*, Reprinted In Paul H. Cootner (Ed). *The Random Character Of Stock Market Prices*. Cambridge, Mass, The M.I.T.

Cahyadi, L. A., Martono, C., Joko, F. X. A., & Prabowo, W. (2017). Kondisi Pasar Bullish

Dan Bearish Terhadap Return Saham ( Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia ). 6(2).

Chen, C.-P., & Metghalchi, M. (2012). Weak-Form Market Efficiency: Evidence from the Brazilian Stock Market. *International Journal of Economics and Finance*, 4(7). <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n7p22>

Fabozzi, F.J., dan F. (1979). Mutual Fund Systematic Risk For Bull and Bear Months: An Empirical Examination. *The Journal of Finance Research*, 35(5), 124.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *The Journal Of Finance*, 25: 383-417.

Forbes, W. (2009). *Behavioral Finance*. New York: John Wiley & Sons.

Hartono Jogiyanto. (2016). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (10th ed.). BPFE Yogyakarta.

Investing. (n.d.). *IDX Kompas 100 Historical Rates - Investing.com*. Retrieved February 7, 2020, from <https://www.investing.com/indices/kompas-100-historical-data>

Kaur, P., & Singh, J. (2018). Testing the Tracking Efficiency of Commodity Exchange Traded Funds (ETFs) across the Bearish and Bullish Market Regimes: Evidence from Indian Gold ETFs. *Journal of Asia-Pacific Business*, 19(3), 182–202. <https://doi.org/10.1080/10599231.2018.1490593>

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 263-292.

Khajar, I. (2008). Pengujian Efisiensi Dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia Pada Saat Dan Sesudah Krisis Moneter Pada Saham-Saham LQ-45. *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan, Tahun 1, No.3: 154, 3, 144–164*.

Kole, D. D. E. (2017). How to Identify and Forecast Bull and Bear Markets? *J. Appl. Econ*, 32: 120-13.

Mas'ud, Herman Legowo dan M. (2000). Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Vol 12 No.1 Tahun 1997. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 12(1).

Movanita, A. N. K. (2019). *Per Mei 2019, Investor Pasar Modal Indonesia Mencapai 1,9 Juta*. <https://money.kompas.com/read/2019/06/26/141032126/per-mei-2019-investor-pasar-modal-indonesia-mencapai-19-juta>

Mulyono. (2015). Analisa Korelasi Return Indeks-Indeks Saham Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Pada Bursa Efek Indonesia. In *BINUS BUSINESS REVIEW* (Vol. 6, Issue 2).

Nasution, Y. S. J. (2017). Hypothesis Pasar Efisien/Efficient Market Hypothesis (Pasar Modal menurut Teori Fama dan Pandangan Islam). *Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam*, 1(1), 25–43. <https://doi.org/10.24815/jped.v1i1.6518>

Pervez, M., Rashid, H. U., Chowdhury, A. I., & Rahaman, M. (2018). Predicting the Stock Market Efficiency in Weak Form: A Study on Dhaka Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(5), 88–95.

Sadat, A. R., & Hasan, M. E. (2019). Testing Weak Form of Market Efficiency of DSE Based on Random Walk Hypothesis Model: A Parametric Test Approach. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 9(1), 400. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v9i1.14454>

Semuel, H., Basana, S. R., & Budihargono, K. (2015). Analisa efisiensi pasar modal bentuk lemah melalui evaluasi pergerakan harga saham di Bursa Efek Indonesia. *Petra Business and Management Review*, 3(2), 81–95.

Shanmugham, R., & Zabiulla. (2012). Pricing efficiency of nifty BeES in bullish and bearish markets. *Global Business Review*, 13(1), 109–121. <https://doi.org/10.1177/097215091101300107>

Shiblu, K. A., & Ahmed, N. (n.d.) (2015) Determining the Efficiency of Dhaka Stock Exchange ( DSE ): A Study based on Weak Form Efficient Market Hypothesis, 2(1), 67–86

Tandelilin, E. (2017). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio* (1st ed.). BPF. Yogyakarta

Yulianti, E., & Jayanti, D. (2019). Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah Pasar Modal Indonesia periode 2014-2017. *GEMA*, XI. Volume 11. No 2.