

ANALISIS EFISIENSI PASAR MODAL SYARI'AH DAN KONVENSIONAL BENTUK LEMAH BURSA EFEK INDONESIA

Aprinta Trisna Mujisukamto
Aftoni Sutanto
Universitas Ahmad Dahlan

ABSTRAK

The analysis in this study was to test the efficiency of the Indonesian capital market in the form of weak. This research has two objectives, the first objectives is analyze whether Indonesia capital market (conventional and syari'ah) has been efficient (weak-form). The second one is to analyze differentiation efficient market between conventional and syari'ah capital market. This study uses monthly stock price data, from 23 conventional stocks included in the index LQ45 and 2 Islamic stocks included in the index during the observation period 2012-2013 JII. To test the hypothesis efficiency of capital markets weak form using the Run Test, this test is used to test randomness stock price changes. Results from this study are in the period 2012-2013 of conventional and Islamic capital market is efficient in the weak form and analyze by looking for a random number of shares on the capital market conventional and Islamic capital market, the results showed that there were 22 (95.7%) share price conventional random and 2 (100%) the share price of sharia are random. Based on the analysis of Islamic capital markets more efficient than the conventional capital market.

Keywords: Conventional and Islamic Capital Markets, LQ45, JII, and Form Weak

PENDAHULUAN

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Dengan demikian, pasar modal juga bisa diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi. Sedangkan tempat dimana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan bursa efek.

Pasar modal dapat berfungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan

dana dan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Disamping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternative investasi yang memberikan return yang paling optimal (Tandelilin, 2001).

Sampai tahun 1970, sejumlah besar masyarakat muslim tidak dapat terlibat dalam investasi di pasar modal. Hal ini disebabkan karena larangan islam pada aktivitas-aktivitas bisnis tertentu. Untuk memenuhi kepentingan pemodal yang ingin mendasarkan kegiatan investasinya berdasarakan kepada prinsip-prinsip syariah, maka di sejumlah bursa efek dunia telah disusun indeks yang secara khusus terdiri dari komponen saham-saham yang tergolong kegiatan usahanya tidak

bertentangan dengan prinsip syariah (Huda dan Mustafa, 2007).

Huda dan Mustafa (2007) menyatakan bahwa di Indonesia, perkembangan instrumen syariah pasar modal sudah terjadi sejak tahun 1997. Diawali dengan lahirnya reksadana syariah yang diprakarsai dana reksa. Selanjutnya, PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT Dana Reksa *Investment Management* (DIM) meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang mencakup 30 jenis saham dari emiten-emiten yang kegiatan usahanya memenuhi ketentuan hukum syariah. Penentuan kriteria dari komponen JII tersebut disusun berdasarkan persetujuan dari Dewan Pengurus Syariah DIM.

Informasi merupakan sesuatu hal yang sangat penting, karena seorang investor sebelum menginvestasikan dananya di pasar modal dengan cara membeli saham yang diperdagangkan, 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. Tanpa keyakinan tersebut, investor tentunya tidak akan bersedia membeli sekuritas yang ditawarkan perusahaan. Indikator kepercayaan investor akan pasar modal dan instrumen-instrumen keuangannya dicerminkan antara lain oleh dana masyarakat yang dihimpun di pasar modal. Salah satu faktor yang mendukung kepercayaan investor adalah persepsi mereka akan kewajaran harga sekuritas (saham). Dalam keadaan seperti itu pasar modal dikatakan efisien secara informasional. Pasar modal dikatakan efisien secara informasional apabila harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin tepat dan cepat informasi sampai ke calon investor dan dicerminkan pada harga saham, maka pasar modal yang bersangkutan semakin efisien (Khajar dan Ristanti, 2012).

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

Pasar Modal

Pasar modal Indonesia memiliki peran besar bagi perekonomian negara. Dengan adanya pasar modal (*capital market*), investor sebagai pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dananya pada berbagai sekuritas dengan harapan memperoleh imbalan (*return*). Sedangkan perusahaan sebagai pihak yang memerlukan dana dapat memanfaatkan dana tersebut untuk mengembangkan proyek-proyeknya. Dengan alternatif pendanaan dari pasar modal, perusahaan dapat beroperasi dan mengembangkan bisnisnya dan pemerintah dapat membiayai berbagai kegiatan sehingga meningkatkan kegiatan perekonomian negara dan kemakmuran masyarakat luas.

Pengertian pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara dibidang keuangan, serta seluruh surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek (Sunariyah, 2004).

Pasar Modal Syariah

Suhartono dan Fadillah (2009), menyatakan bahwa secara sederhana pasar modal syariah dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi dan terlepas dari hal-hal yang dilarang seperti: riba, perjudian, spekulasi, dan lain-lain. Berdasarkan Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, Efek Syariah adalah efek sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang akad maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip Syariah di pasar modal.

Dalam rangka pengembangan pasar modal syariah, PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT. Danareksa Investment Management (DIM) telah meluncurkan indeks saham yang dibuat berdasarkan syariat islam, yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Jakarta Islamic Index (JII) digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Melalui indeks ini diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam Jakarta Islamic Index (JII) melibatkan Dewan Pengawas Syariah PT. Danareksa Investment Management. Tahapan penetapan saham-saham yang masuk dalam perhitungan Jakarta Islamic Index (JII) dilakukan dengan urutan seleksi sebagai berikut: (1) Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah islam dan sudah tercatat lebih dari 3 (tiga) bulan, (2) Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan yang memiliki risiko kewajiban terhadap aktiva maksimal 90%, (3) Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir, (4) Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama 1 (satu) tahun terakhir.

Pengkajian ulang akan dilakukan enam bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha emiten akan diawasi secara terus-menerus berdasarkan data-data publik yang tersedia (Darmadji dan Hendy, 2011).

Pasar Perdana dan Sekunder

Pasar Perdana (Primary Market)

Tandelilin (2010), menyatakan bahwa pasar perdana terjadi pada saat perusahaan emiten menjual sekuritasnya kepada investor umum

untuk pertama kalinya. Sebelum menawarkan saham di pasar perdana, perusahaan emiten sebelumnya akan mengeluarkan informasi mengenai perusahaan secara detail (*prospektus*). *Prospektus* berfungsi untuk memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada para calon investor, sehingga dengan adanya informasi tersebut maka investor akan bisa mengetahui prospek perusahaan di masa datang, dan selanjutnya tertarik membeli sekuritas yang diterbitkan emiten.

Pasar Sekunder (Secondary Market)

Pasar Sekunder adalah tempat terjadinya transaksi jual-beli saham diantara investor setelah melewati masa penawaran saham di pasar perdana, dalam waktu selambat-lambatnya 90 hari. Dengan adanya pasar sekunder para investor dapat membeli dan menjual efek setiap saat. Sedangkan manfaat bagi perusahaan, pasar sekunder berguna sebagai tempat untuk menghimpun investor lembaga dan perseorangan. Harga saham pasar sekunder berfluktuasi sesuai dengan ekspektasi pasar, *supply* dan *demand* (Khajar dan Ristanti, 2012).

Fungsi Pasar Modal

Tandelilin (2001), menyatakan bahwa pasar modal berfungsi sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Di samping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang paling optimal.

Instrument Pasar Modal

Saham

Merupakan sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan atas aset-aset perusahaan

yang menerbitkan saham. Dengan demikian saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan (Tandelilin, 2001).

Saham terdapat dua jenis yaitu saham biasa dan saham preferen. Jogiyanto (2003), menyatakan bahwa saham biasa merupakan jenis efek yang paling sering dipergunakan oleh emiten untuk memperoleh dana dari masyarakat dan juga merupakan jenis yang paling populer di pasar modal. Jika perusahaan hanya mengeluarkan satu kelas saham saja, saham ini biasanya dalam bentuk saham biasa (*common stock*). Sedangkan saham preferen merupakan saham yang mempunyai sifat gabungan antara obligasi dan saham biasa. Dibandingkan dengan saham biasa, saham preferen mempunyai beberapa hak, yaitu hak atas dividen tetap dan hak pembiayaan terlebih dahulu jika terjadi likuidasi.

Obligasi

Merupakan sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor/pemegang obligasi telah menjaminkan sejumlah uang kepada perusahaan. Oleh karena itu, emiten obligasi akan memberikan kompensasi bagi investor pemegang obligasi, berupa kupon yang dibayarkan secara periodik terhadap investor. Dengan demikian, obligasi bisa dikatakan sebagai salah satu instrumen pasar modal yang memberikan pendapatan tetap (*fixed-income securities*) bagi pemegangnya. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo (Tandelilin, 2001).

Derivatif

Derivatif merupakan kontrak atau perjanjian yang nilai atau peluang keuntungannya terkait dengan kinerja aset lain. Aset lain disebut sebagai *underlying asset*. Secara umum, terdapat

dua instrumen utama derivatif, yaitu: opsi (*option*) atau kontrak opsi saham dan kontrak berjangka (*futures*). Kedua jenis derivatif tersebut telah dikembangkan dan diperdagangkan di pasar modal Indonesia. Ada beberapa macam instrumen derivatif di Indonesia, seperti Bukti Right, Waran, dan Kontrak Berjangka. Pada kenyataannya produk derivatif belum banyak masyarakat investor yang mengenalnya, belum sepopuler saham seperti dikemukakan oleh (Darmadji dan Hendy, 2008).

Pasar Modal Syariah dan Konvensional

Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) menyebutkan pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Definisi tersebut tidak menyebutkan apakah syariah atau konvensional sehingga secara implicit pasar modal bisa syariah atau konvensional. Dengan demikian pasar modal bisa dimaknai sebagai kegiatan dalam pasar modal sebagaimana yang diatur dalam UUPM yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal keseluruhan. Kegiatan pasar modal syariah secara umum tidak berbeda dengan konvensional, hanya saja produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Penerapan prinsip syariah di pasar modal tentunya bersumberkan pada Al-Quran dan Hadist. Selanjutnya, dari kedua sumber hukum tersebut para ulama melakukan penafsiran yang kemudian disebut ilmu fiqh. Salah satu pembahasan dalam ilmu fiqh adalah pembahasan tentang muamalah, yaitu hubungan diantara sesama manusia terkait perniagaan. Berdasarkan itulah kegiatan pasar modal syariah dikembangkan dengan basis fiqh muamalah. Terdapat kaidah fiqh muamalah yang menyatakan bahwa "Pada dasarnya, semua

bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya". Konsep inilah yang menjadi prinsip pasar modal syariah di Indonesia.

Pasar Modal Efisien

Jogiyanto (2003), menyatakan bahwa perilaku suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan baru merupakan hal yang penting. Sedang menurut Husnan (2003), jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien.

Pasar efisien adalah tentang persaingan kegiatan atau aktivitas dari para analis sekuritas. Setiap analis akan mencari dan mendeteksi adanya kesalahan penetapan harga saham, dan jika mungkin menyusun suatu portofolio yang memiliki investasi nol tetapi dengan pengharapan *return* yang tidak nol. Sekalipun setiap analis dapat menguji setiap informasi yang tersedia, sejumlah besar analis melakukan pengujian yang sama sehingga mengakibatkan adanya informasi yang segera mempengaruhi harga saham. Dengan kata lain, pasar efisien terbentuk karena adanya perhatian besar pada saham-saham yang diamati oleh sebagian besar analis, serta perhatian yang sedikit pada saham-saham yang kurang diamati (Khajar dan Ristanti, 2012).

Bentuk-Bentuk Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga sekuritasnya telah sepenuhnya mencerminkan informasi harga dan volume masa lalu. Efisiensi pasar bentuk lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai pasar saham masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti

bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor maupun group dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama (Jogiyanto, 2003).

Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Jogiyanto (2003), menyatakan bahwa pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritasnya secara penuh mencerminkan informasi yang tersedia termasuk informasi yang bersifat privat. Jika pasar telah efisien dalam bentuk kuat, maka tidak ada investor yang bisa mendapatkan *abnormal return* karena memiliki informasi privat.

Hipotesis

- H_1 : Pasar Modal di Indonesia (konvensional dan syariah) periode 2012-2013 telah efisien dalam bentuk lemah
- H_2 : Terdapat perbedaan efisiensi dalam bentuk lemah antara pasar modal syariah dan konvensional di Indonesia periode 2012-2013

METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham syariah (JII) dan konvensional (LQ45) periode 2012-2013. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu

pengambilan sampel dengan kriteria tertentu. Berdasarkan data perusahaan yang terdaftar dalam indeks LQ45 dan JII, maka penulis memperoleh sampel sebanyak 23 saham konvensional (LQ45) dan 2 saham syariah (JII) dengan pertimbangan-pertimbangan sebagai berikut: (1) Saham yang diteliti menjadi anggota tetap selama dua periode berturut-turut yaitu periode Februari-Juli 2012, Agustus-Januari 2012-2013, Februari-Juli 2013 dan Agustus-Januari 2013-2014 (indeks LQ-45), dan periode Juni-November 2012, Desember-Mei 2012-2013, Juni-November 2013 dan Desember-Mei 2013-2014 (indeks JII); (2) Sampel saham syariah adalah saham yang sesuai kriteria sampel nomor satu dan bukan termasuk saham-saham anggota indeks LQ45; (3) Sampel saham konvensional adalah saham yang sesuai kriteria sampel nomor satu dan bukan termasuk saham-saham anggota indeks JII.

Teknik Analisis Data

Untuk mengetahui apakah pasar modal konvensional dan syariah Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum akan dilakukan pengujian terhadap harga-harga saham konvensional dan syariah periode 2012-2013. Alat analisis untuk menguji random (acak) tidaknya harga saham digunakan uji *run*. *Run* didefinisikan sebagai suatu urutan lambang-lambang yang sama, yang diikuti serta mengikuti lambang-lambang yang berbeda atau tidak mengikuti atau diikuti lambang apapun. Teknik ini memungkinkan peneliti menguji hipotesis apakah harga-harga saham untuk suatu periode tertentu bersifat random atau non-random. Langkah-langkah uji *run* secara manual sebagai berikut: 1. harga-harga saham dari seluruh sampel penelitian disusun urut sesuai harga penutupan akhir bulan 2. Untuk masing-masing saham ditentukan nilai median. 3 Memberi tanda positif (+) untuk harga saham yang nilainya sama atau lebih besar dibandingkan nilai median, kemudian dihitung berapa frekuensi, frekuensi ini

selanjutnya merupakan nilai dari n 4. Memberi tanda negatif (-) untuk harga saham yang nilainya lebih kecil dibandingkan nilai median, kemudian dihitung berapa frekuensi, frekuensi ini selanjutnya merupakan nilai dari n_2 5. Menghitung banyaknya run yang sesungguhnya (r), yaitu banyaknya tanda (sign) negatif maupun positif 6. Menentukan batas-batas kritis untuk memutuskan random atau tidaknya harga-harga saham, yaitu mencari nilai r dalam tabel F1 (batas bawah) dan F2 (batas atas) 7. Membandingkan nilai r (nilai yang diperoleh dari langkah ke-5) dengan nilai batas atas dan batas bawah (nilai yang diperoleh dari langkah ke-6) 8. Berdasarkan langkah ke-7, maka diputuskan harga-harga saham bersifat random apabila r (langkah ke-5) lebih rendah dari batas atas atau lebih besar dari batas bawah, maka harga-harga saham tidak random.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji *Run Test*

Saham Konvensional

Tabel 1

Hasil *Run Test* Saham Konvensional

No	Kode	Z	Asymp. Sig.	Keterangan
1	BBCA	-.846	.398	Efisien
2	BBNI	-.418	.676	Efisien
3	BBRI	.865	.387	Efisien
4	BBTN	0.000	1.000	Efisien
5	BDMN	.009	.993	Efisien
6	BHIT	.437	.662	Efisien
7	BJBR	-.654	.513	Efisien
8	BMRI	.009	.993	Efisien
9	BUMI	.009	.993	Efisien
10	BWPT	1.292	.196	Efisien
11	DOID	.009	.993	Efisien
12	ELTY	-2.557	.011	Belum Efisien
13	GGRM	-.846	.398	Efisien
14	GIAA	-.846	.398	Efisien
15	GJTL	-.846	.398	Efisien
16	IMAS	.009	.993	Efisien

17	INTA	.009	.993	Efisien
18	KIJA	-1.274	.203	Efisien
19	KRAS	0.000	1.000	Efisien
20	MAIN	.865	.387	Efisien
21	MLPL	.865	.387	Efisien
22	SMCB	.437	.662	Efisien
23	SSIA	.009	.993	Efisien
Rata-rata		-.151	.636	

Sumber : Data diolah, (2015)

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa dari 23 saham yang dijadikan sampel penelitian terdapat 1 saham dengan nilai *asympt. sig.* kurang dari 5%, yaitu ELTY. Sehingga saham konvensional sebagian besar (95,6%) sudah efisien dalam bentuk lemah dan disimpulkan bahwa Bursa Efek Indonesia (konvensional) periode 2012-2013 sudah efisien dalam bentuk lemah.

Hasil secara keseluruhan (rata-rata) nilai rata-rata *prob value* $0,636 > \alpha$ (0,05). Dengan kata lain saham konvensional di Bursa Efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah pada periode 2012-2013.

Saham Syariah

Hasil uji pada tabel 2 menunjukkan bahwa 2 saham yang dijadikan sampel penelitian (MPPA dan SMRA) mempunyai nilai *asympt.sig.* lebih besar dari 5% sehingga kedua saham tersebut mempunyai perubahan harga saham random, atau dengan kata lain sudah efisien dalam bentuk lemah. Saham syariah seluruhnya (100%) sudah efisien dalam bentuk lemah sehingga penelitian ini menyimpulkan bahwa Bursa Efek Indonesia (syariah) periode 2012-2013 sudah efisien dalam bentuk lemah.

Tabel 2
Hasil Run Test Saham Syariah

No	Kode	Z	Asymp. Sig.	Keterangan
1	MPPA	-.418	.676	Efisien
2	SMRA	0.000	1.000	Efisien
Rata-rata		-.209	.838	

Sumber: Data diolah, (2015)

Hasil secara keseluruhan (rata-rata) menunjukkan nilai rata-rata *prob value* $0,838 > \alpha$ (0,05). Dengan kata lain saham syariah di Bursa Efek Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah pada periode 2012-2013.

Perbedaan Efisiensi Saham Konvensional dan Syariah Bentuk Lemah

Berdasarkan tabel 3, menunjukkan perbandingan banyaknya saham yang sudah efisien atau belum, baik konvensional maupun syariah menunjukkan 95.7% saham konvensional sudah efisien dalam bentuk lemah, sedangkan saham syariah mencapai 100%. Prosentase tersebut dapat dimaknai bahwa saham syariah lebih efisien dibandingkan saham konvensional walaupun jumlah absolut saham lebih sedikit, yaitu 2 saham syariah berbanding 22 saham konvensional.

Tabel 3
Harga Saham Random Konvensional dan Syariah

Pasar Modal	Jumlah Saham	Saham Random	Prosentase
Konvensional	23	22	95.7%
Syariah	2	2	100%

Sumber: Data diolah, (2015)

Secara teoritis, hasil penelitian tersebut memperkuat dua hal yang harus dipenuhi agar pasar modal itu dikatakan efisien dalam bentuk lemah, yaitu perubahan harga saham (LQ45 dan JII) mengikuti pola acak dan di masa mendatang independen terhadap perubahan harga saham sebelumnya.

Secara manajerial, para investor dalam pengambilan keputusan, baik yang berkaitan dengan pembelian maupun pembelian saham-saham konvensional maupun syariah tidak dipengaruhi informasi masa lalu.

Pembahasan

Hasil uji run menunjukkan sebagian besar (95,7%) saham konvensional dan seluruh (100%) saham syariah yang dijadikan obyek penelitian

sudah efisien dalam bentuk lemah pada periode 2012-2013. Dari seluruh sampel yang digunakan terdapat satu sampel saham konvensional yang belum efisien dalam bentuk lemah yaitu ELTY. Pasar modal sudah efisien dalam bentuk lemah jika harga saham bersifat random, harga saham sudah mencerminkan secara penuh seluruh informasi masa lalu, sehingga harga saham di masa mendatang tidak dapat diprediksi berdasarkan harga saham di masa lalu. Perubahan harga saham masa mendatang tidak berkorelasi dengan perubahan harga di masa lalu. Hasil temuan ini mendukung hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya seperti Khajar dan Ristanti (2012), Soesilo (2000) dan Khajar (2012) dimana pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah.

Investor di pasar modal yang sudah efisien (bentuk lemah) tidak dapat menggunakan *trading rules* yang didasarkan pada informasi harga di waktu lalu untuk pengambilan keputusan transaksi saham, atau perubahan harga saham di masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saham di masa mendatang agar supaya memperoleh tingkat keuntungan tidak normal (*abnormal return*).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil *run test*, dapat disimpulkan bahwa pasar modal konvensional di Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah. Hal itu dapat ditunjukkan dari uji *run test* atas 22 saham LQ45 dari 23 sampel yang menghasilkan nilai probabilitas (PV), baik secara individu maupun rata-rata absolut yang seluruhnya lebih besar dari 5% (tingkat signifikan).

Berdasarkan hasil *run test*, dapat disimpulkan bahwa pasar modal syariah di Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah. Hal itu dapat ditunjukkan dari uji *run test* atas 2 saham JII yang menghasilkan nilai probabilitas

(PV), baik secara individu maupun rata-rata absolut yang seluruhnya lebih besar dari 5% (tingkat signifikan).

Hasil penelitian secara empiris membuktikan bahwa saham-saham syariah (berdasarkan sampel penelitian) 100% sudah efisien dan konvensional (berdasarkan sampel penelitian) hanya 95,7%. Bukti empiris tersebut dapat diinterpretasikan bahwa pasar modal syariah lebih efisien dibandingkan pasar modal konvensional.

Saran

Pada penelitian ini menggunakan pengujian efisiensi pasar bentuk lemah. Pengujian efisiensi pasar bentuk ini mungkin masih kurang mencukupi untuk suatu pengujian efisiensi pasar modal di Indonesia pada masa yang akan datang. Hal ini mengingat adanya bentuk pengujian efisiensi pasar lainya, yaitu pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat dan pengujian efisiensi pasar bentuk kuat.

Penelitian ini hanya menggunakan 25 buah saham. Jumlah ini mungkin masih kurang mencakupi untuk suatu pengujian efisiensi pasar modal di Indonesia pada masa yang akan datang. Hal ini mengingat jumlah saham perusahaan yang terus bertambah dari tahun ke tahun. Oleh karena itu, pengujian efisiensi pasar modal masih perlu dilakukan di masa yang akan datang dengan memperbesar jumlah sampel saham perusahaan yang diteliti.

Penelitian ini menggunakan periode pengamatan 2 tahun. Periode ini mungkin masih kurang mencakupi untuk satu pengujian efisiensi pasar modal di Indonesia pada masa yang akan datang. Hal ini mengingat perkembangan pasar modal di Indonesia yang terus berkembang. Oleh karena itu, pengujian efisiensi pasar modal masih perlu dilakukan di masa yang akan datang dengan memperpanjang periode pengamatan.

DAFTAR PUSTAKA

- Darmadji, Tjipton dan Hendy M. Fahkrudin. 2008. *Pasar Modal di Indonesia*. Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Darmadji, Tjipton dan Hendy M. Fahkrudin. 2011. *Pasar Modal di Indonesia*. Edisi 3. Jakarta: Salemba Empat.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Edisi Revisi. Jakarta:Kencana.
- Husnan, Suad. 2003. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Khajar, Ibnu dan Ristanti. 2012. "Analisis Efisiensi Pasar Modal Syariah dan Konvensional Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia Periode 2010". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* (Januari), hal. 89-10.
- Soesilo, Tony. 2000. *Analisis Efisiensi Pasar Modal Bentuk Lemah Di Bursa Efek Jakarta*. Masters thesis, University of Surabaya.
- Suhartono dan Fadillah Qudis. 2009. *Portofolio Investasi dan Bursa Efek*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Sunariyah. 2004. *Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta:UPP AMP YKPN.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: Kanisius.
- www.idx.co.id
- www.yahooofinance.com