

PENGUJIAN EFISIENSI PASAR MODAL SYARI'AH BENTUK LEMAH DAN SETENGAH KUAT DI BURSA EFEK INDONESIA

Tina Sulistiyani

Universitas Ahmad Dahlan (UAD) Yogyakarta.

Gmail: tina.sulistiyani@mgm.uad.ac.id

Abstrack

The purpose of this study was to test the efficiency of the Islamic capital market weak form by using price information in 2014 and forms a strong half by using information announcement of fuel price increases in November 2014. Sampling was done by purposive sampling method. For the weak form efficiency test sample obtained by 30 companies, and 24 samples to test the efficiency of a semi-strong. Capital market efficiency hypothesis testing is done by using a weakened form Run. While half strong form efficiency hypothesis was tested with Onesampletest. The results of this study are in the period 2014 Islamic capital market has been efficient in weak form by using price information, evidenced by the changing patterns of return 28 of the 30 companies sample is random (random), and has been efficient in the form of half strong by using information price increase of petroleum, as evidenced by the occurrence of significant abnormal return around the announcement date of the increase in fuel, ie at t_0 (the day of the announcement), $t + 2$ (two days after the announcement) and $t + 5$ (five days after the announcement).

Keywords: *Jakarta Islamic Index (JII), Efficient Market*

PENDAHULUAN

Pasar Modal di Indonesia saat ini memiliki kemajuan yang pesat dalam hal daya jangkauan perdagangan efek. Selain sebagai wadah transaksi efek yang bersifat umum yang diatur berdasarkan hukum konvensional (aturan Negara/ UUPM), ditemukan pula transaksi efek yang berbasis Al-qur'an dan Assunah serta Ijma (berbasis syari'ah). Perbedaan basis pengaturan transaksi perdagangan efek ini telah membagi 2 (dua) Pasar Modal di Indonesia yaitu Pasar Modal Syari'ah dan Pasar Modal Konvensional.

Pada dasarnya, mayoritas pasar modal di seluruh negara menggunakan konsep pasar modal konvensional, yaitu memasukkan semua saham yang tercatat di bursa tanpa memperdulikan aspek halal haram, yang penting saham yang terdaftar di bursa telah memenuhi aturan (legal). Namun berbeda dengan saat ini, masyarakat diberikan kesempatan untuk dapat menginvestasikan dananya pada investasi yang sesuai dengan syari'ah.

Perkembangan pasar finansial syari'ah, baik pasar uang maupun pasar modal syari'ah pada saat ini memang sedang marak, khususnya di negara-negara yang mayoritas penduduknya muslim. Begitupun di Indonesia dimana kemajuan pasar finansialnya cukup signifikan. Sejak diluncurkan pertama kali pada 14 Maret 2003, perkembangan pasar modal syari'ah terus menunjukkan kemajuan seiring dengan meningkatnya indeks yang ditunjukkan dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Menurut Nazwar (2008) dalam Khajar (2012), pasar modal syari'ah menggunakan prinsip, prosedur, asumsi, instrumentasi, dan aplikasi yang bersumber dari nilai epistimologi Islam. Diharapkan dengan masuknya perusahaan-perusahaan dalam JII, konsep dan praktik ekonomi syari'ah akan semakin berkembang.

Seiring dengan perkembangannya diharapkan pasar modal syari'ah dapat berfungsi secara optimal. Suatu pasar modal akan berfungsi secara optimal jika pasar modal bersifat likuid dan efisien. Menurut Jogiyanto (1998) pasar modal dikatakan likuid apabila penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat berharga dengan cepat, dan dikatakan efisien jika harga surat-surat berharga segera mencerminkan nilai perusahaan secara akurat berdasarkan informasi baru dan relevan yang tersedia di pasar modal.

Informasi merupakan salah satu faktor yang paling mempengaruhi aktivitas perdagangan di pasar modal, khususnya dalam transaksi perdagangan. Para pelaku di pasar modal sangat membutuhkan setiap informasi yang dapat mempengaruhi naik turunnya harga surat berharga di pasar modal. Berdasarkan informasi yang tersedia, investor akan mengambil keputusan kapan akan membeli saham, menjual saham atau memegangnya terlebih dahulu. Saat investor ingin mengambil keputusan tentang investasi tentu saja investor tersebut membutuhkan informasi tentang saham itu sendiri.

Perubahan harga saham dari waktu ke waktu dipengaruhi oleh banyak faktor. Banyak informasi yang secara cepat mampu mengubah harga saham yang ada, baik informasi yang berasal dari dalam perusahaan maupun pengumuman-pengumuman yang berkaitan dengan politik maupun pemerintahan. Informasi tersebut dapat berakibat pada meningkatnya harga saham bahkan dapat menurunkan harga saham.

Fama (1970) dalam Sunaryah (2006:185) mengklasifikasikan pasar modal yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu:

1. Hipotesa pasar efisien bentuk lemah (*The weak form efficient market hypothesis*)

Merupakan suatu pasar modal dimana harga saham merefleksikan semua informasi harga historis. Harga saham sekarang dipengaruhi oleh harga saham masa lalu lebih lanjut

informasi masa lalu dihubungkan kepada harga saham untuk membantu menentukan harga saham sekarang.

2. Hipotesa pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi-strong form efficient market hypothesis*)

Harga saham pada suatu pasar modal menggambarkan semua informasi yang dipublikasi sampai ke masyarakat, tujuannya adalah untuk meminimalkan ketidaktahuan mengenai operasi perusahaan, dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu efek yang telah dikeluarkan oleh suatu institusi. Data makro atau kebijakan fiskal suatu negara juga digambarkan pada harga saham. Singkat kata, semua informasi yang relevan dipublikasi menggambarkan harga saham yang relevan.

3. Hipotesa pasar modal efisien bentuk kuat (*strong form efficient market hypothesis*)

Pasar modal yang efisien dalam bentuk kuat merupakan tingkat efisiensi pasar yang tertinggi. Konsep pasar efisien bentuk kuat mengandung arti bahwa semua informasi direfleksikan dalam harga saham, baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan (*private information*). *Private information* adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategis. Bentuk pasar semacam ini akan sulit dicapai, bahkan di negara maju sekalipun.

KAJIAN PUSTAKA

1. Pasar Modal Efisien

Menurut Tandelilin (2010: 219) Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik informasi di masa lalu, maupun informasi saat ini, serta informasi yang bersifat sebagai pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga.

Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut (Husnan, 2001:264). Sehingga akan sangat sulit bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek.

Konsep pasar efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru, sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar (Tandelilin, 2010: 219). Bagaimanasuatu pasar modal bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. 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 (Jogiyanto, 2003: 369).

Dalam Jogiyanto (2003:370), bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja (efisiensi pasar secara informasi) atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia (efisiensi pasar secara keputusan). Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan informasi, yaitu:

- a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Pasar efisien dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang.
- b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form*). Pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan.
- c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*). Pasar yang harga-harga dari sekuritasnya secara penuh mencerminkan semua informasi termasuk informasi privat.

2. Pengujian Pasar Modal Efisien

Pengujian terhadap hipotesis pasar efisien dapat dibagi dalam 3 kelompok pengujian berdasarkan klasifikasi hipotesis pasar efisien yang akan diuji, (Tandeilin:2010):

- a. Pengujian hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah

Pasar efisien dalam bentuk lemah dapat diuji dengan melakukan pengujian prediktabilitas *return*, salah satunya dari data *return* di waktu lalu. Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah *return* pada periode sebelumnya dapat digunakan untuk memprediksi *return* hari ini. Ada beberapa cara pengujian yang dapat dilakukan, yaitu:

- 1) Uji korelasi

Uji korelasi adalah pengujian hubungan linear antara *return* hari ini dengan *return* di waktu lalu. Semakin tinggi korelasi antara *return* masa lalu dengan *return* saat ini, berarti semakin tinggi kemampuan *return* masa lalu tersebut untuk memprediksi *return* masa depan.

- 2) *Run test*

Pada analisis *run*, perubahan harga ditandai dengan (+) bila terjadi kenaikan harga, (-) bila terjadi penurunan harga dan 0 bila tidak terjadi perubahan. Jika perubahan harga berhubungan positif, maka kecenderungannya a^+ akan diikuti oleh a^+ dan a^- juga akan diikuti oleh a^- . Urutan tanda yang sama diantara tanda yang berbeda disebut dengan *run*.

3) *Filter test*

Teknik analisis *filter ruler* biasanya dilakukan dengan membandingkan return yang di dapat jika melakukan strategi perdagangan aktif tertentu dengan return yang didapat jika investor melakukan strategi beli dan simpan (*buy and hold strategy*).

4) *Relative strength*

Salah satu cara yang banyak dikenal untuk mengkombinasikan informasi harga sekuritas di masa lalu untuk memilih saham, adalah dengan cara yang disebut sebagai kekuatan relatif (*relative strength*). Salah satu contoh aturan *relative strength* pernah dilakukan oleh Levy (1967), yaitu dengan membandingkan harga suatu saham saat ini dengan harga rata-rata saham tersebut selama beberapa periode.

b. Pengujian hipotesis pasar efisien dalam bentuk setengah kuat

Pengujian hipotesis pasar efisien dalam bentuk setengah kuat bisa dilakukan dengan pengujian *event studies*, yaitu untuk mengamati pengaruh pengumuman suatu informasi terhadap perubahan harga sekuritas. Standar metodologi yang biasanya digunakan dalam *event studies* ini adalah:

- 1) Mengumpulkan sampel, yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai pengumuman yang mengejutkan pasar (*event*).
- 2) Mengidentifikasi hari pengumuman atau *event*
- 3) Menentukan periode analisis. Periode analisis dibagi menjadi dua, yaitu: (i) periode estimasi untuk menghitung return harapan $E(R_i)$ dan (ii) periode pengamatan (jendela) untuk menghitung return aktual dan return tak normal.
- 4) Menghitung return aktual masing-masing sample setiap hari selama periode pengamatan
- 5) Menghitung return tak normal, yang dihitung dengan mengurangi return aktual yang sebenarnya terjadi dengan return harapan.
- 6) Menghitung rata-rata return tak normal semua sample setiap hari
- 7) Terkadang return tak normal harian tersebut digabungkan untuk menghitung return tak normal kumulatif selama periode tertentu

- 8) Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh
- c. Pengujian hipotesis pasar efisien dalam bentuk kuat

Pengujian hipotesis pasar efisien dalam bentuk kuat dapat dilakukan dengan pengujian *private information*. Pengujian *private information* meliputi pengujian apakah pihak *insider* perusahaan dan kelompok investor tertentu yang dianggap mempunyai akses informasi lebih baik, dapat memperoleh return tak normal lebih tinggi dibandingkan dengan return pasar umumnya. Pihak yang disebut *insider* adalah direktur, manajer, karyawan atau pemegang saham yang dianggap bisa mendapatkan informasi yang sesungguhnya mengenai perusahaan yang tidak dapat dilakukan oleh pihak lainnya.

Penelitian Terdahulu

Khajar (2012) meneliti tentang efisiensi pasar modal syari'ah dan konvensional memberikan kesimpulan bahwa sebagian besar (65%) saham konvensional dan seluruh (100%) saham syari'ah yang dijadikan obyek penelitian sudah efisien dalam bentuk lemah. Akbar (2009) melakukan penelitian tentang Analisis Anomali Pasar Efisien Pada Bursa Efek Indonesia (Studi Kasus Saham-saham *Jakarta Islamic Index*) dengan menggunakan sembilan saham yang termasuk ke dalam kelompok JII. Lima dari sembilan sample penelitian menunjukkan pergerakan return saham yang acak (*random*). Hal tersebut mengindikasikan bahwa pada periode tersebut return pasar saham JII efisien dalam bentuk lemah.

Nurheriyanto (2000) melakukan penelitian terhadap Reaksi Harga Saham Terhadap Peristiwa Pengumuman Disclaimer di Bursa Efek Jakarta (Pendekatan Hipotesis Pasar Efisien Setengah Kuat) dengan sample 25 saham perusahaan yang laporan keuangan tahun 1998 dinyatakan *Disclaimer* oleh Bursa Efek Jakarta pada tanggal 6 Maret 2000. Hasil penelitian menunjukkan adanya rata-rata *abnormal return* yang cukup signifikan pada satu hari setelah peristiwa pengumuman. Sehingga Bursa Efek Jakarta dianggap telah memenuhi hipotesis pasar efisien dalam bentuk setengah kuat.

Penelitian lain yang dilakukan Lestari (2006) mengenai efisiensi pasar modal Indonesia tahun 2002-2003 menunjukkan bahwa Pasar Modal Indonesia sudah mencapai efisien bentuk lemah tetapi belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat.

Hipotesis Penelitian

H1: Pasar modal syari'ah pada Bursa Efek Indonesia (BEI) telah mencapai efisiensi bentuk lemah dengan menggunakan informasi harga tahun 2014.

H2: Pasar modal syari'ah pada Bursa Efek Indonesia (BEI) telah mencapai efisiensi bentuk setengah kuat dengan menggunakan informasi kenaikan harga BBM tahun 2014

Teknik pengambilan sample yang digunakan peneliti adalah teknik *purposive sampling*, yaitu pengambilan sample dengan pertimbangan tertentu. Selanjutnya kriteria pengambilan sample yang digunakan oleh peneliti adalah sebagai berikut:

Sample Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Lemah

Sample yang dipilih untuk pengujian efisiensi pasar bentuk lemah adalah saham-saham syari'ah yang termasuk dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) selama periode Juni-November. Dari tabel terlihat diperoleh 30 saham yang memenuhi kriteria.

Tabel 1. Sampel Uji Efisiensi Bentuk Lemah

Keterangan	Jumlah
Saham Syariah dalam Daftar Efek Syari'ah	337
Tidak masuk JII period Juni-Nov	(307)
Total Sampel	30

Sumber: Data BEI, diolah

Sample Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat diuji dengan mencari apakah terjadi *abnormal return* pada sekitar periode pengumuman peristiwa, dalam hal ini peristiwa pengumuman kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM). Periode jendela (*event window*) dalam penelitian ini adalah selama 10 hari sebelum tanggal pengumuman kenaikan harga BBM dan 10 hari setelah tanggal pengumuman kenaikan harga BBM, sehingga diperoleh periode jendela selama 21 hari. Untuk menghindari bias, dipilih sample penelitian yaitu saham-saham syariah yang termasuk dalam anggota JII periode Juni-November 2014 dan tidak melakukan *corporate action* selama periode jendela. Dari tabel terlihat diperoleh 24 saham yang memenuhi kriteria.

Tabel 2. Sample Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat

Keterangan	Jumlah
Saham Syariah dalam Daftar Efek Syari'ah	337
Tidak masuk JII period Juni-Nov	(307)
Melakukan <i>Corporate Action</i>	(6)
Total Sampel	24

Sumber: Data BEI, diolah

Efisiensi Bentuk Lemah

Variabel yang digunakan dalam efisiensi bentuk lemah adalah *return* yang dihitung dari harga penutupan saham harian seluruh sampel penelitian, yaitu 30 perusahaan. Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah *return* saham bergerak secara acak (*random*) sehingga pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah.

Uji Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 menggunakan Uji *Run*, yaitu untuk mengetahui harga atau return saham bergerak secara acak (*random*). Pengujian *run test*, dengan menghitung *return* untuk mendapatkan nilai *asympt-sig* masing-masing perusahaan sample.

Jika dilihat dari hasil uji *run* pada tabel terdapat dua saham yang pergerakan harganya tidak bersifat acak (*tidakrandom*), yaitu Lippo Karawaci Tbk. ($0.014 < 0.05$) dan Siloam Internasional Hospital Tbk. ($0.001 < 0.05$). Sedangkan sisanya sebanyak 28 saham bersifat acak. Hasil ini menunjukkan bahwa perubahan harga saham di pasar modal syariah sudah efisien dalam bentuk lemah. Sehingga hipotesis 1 diterima, yaitu Pasar modal syariah pada Bursa Efek Indonesia (BEI) telah mencapai efisiensi bentuk lemah dengan menggunakan informasi harga tahun 2014.

Tabel 3. Hasil Run Test

No	Kode	Asymp-sig	Keputusan
1	AALI	0.221	Random
2	ADRO	0.217	Random
3	AKRA	0.133	Random
4	ASII	0.454	Random
5	ASRI	0.910	Random
6	BMTR	0.430	Random
7	BSDE	0.529	Random
8	CPIN	0.344	Random
9	CTRA	0.459	Random
10	EXCL	0.051	Random
11	ICBP	0.212	Random
12	INCO	0.296	Random
13	INDF	0.138	Random
14	INTP	0.655	Random
15	ITMG	0.996	Random
16	JSMR	0.302	Random
17	KLBF	0.865	Random
18	LPKR	0.014	Tidak Random
19	LSIP	0.747	Random
20	MNCN	0.339	Random
21	MPPA	0.431	Random
22	PGAS	0.818	Random
23	PTBA	0.133	Random
24	SILO	0.001	Tidak Random

25	SMGR	0.123	<i>Random</i>
26	SMRA	0.920	<i>Random</i>
27	TLKM	0.930	<i>Random</i>
28	UNTR	0.138	<i>Random</i>
29	UNVR	0.199	<i>Random</i>
30	WIKA	0.935	<i>Random</i>

Sumber: Data Sekunder, diolah

Efisiensi Bentuk Setengah Kuat

Pengukuran reaksi pasar diukur dengan melihat perubahan *abnormal return* saham yang terjadi diseputar pengumuman kenaikan BBM. Berikut hasil perhitungan *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulatif Average Abnormal Return* (CAAR) selama periode pengamatan.

Berdasarkan tabel terlihat bahwa terdapat 9 hari yang memiliki *average abnormal return* (AAR) negatif, yaitu pada t-10, t-9, t-8, t-5, t-3, t-2, t-1, t+6, t+7, dan 12 hari yang memiliki *average abnormal return* (AAR) positif, yaitu t-7, t-6, t-4, t=0, t+1, t+2, t+3, t+4, t+5, t+8, t+9, t+10. Selain itu jika secara kumulatif, terdapat 12 hari memiliki *cumulative average abnormal return* (CAAR) negatif dan 9 hari memiliki *cumulative average abnormal return* (CAAR) positif. Nilai *cumulative average abnormal return* (CAAR) negatif berada pada t-10 sampai t+1, sedangkan nilai *cumulative average abnormal return* (CAAR) positif terjadi pada t+2 sampai t+10.

Tabel4. Hasil Perhitungan *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulatif Average Abnormal Return* (CAAR)

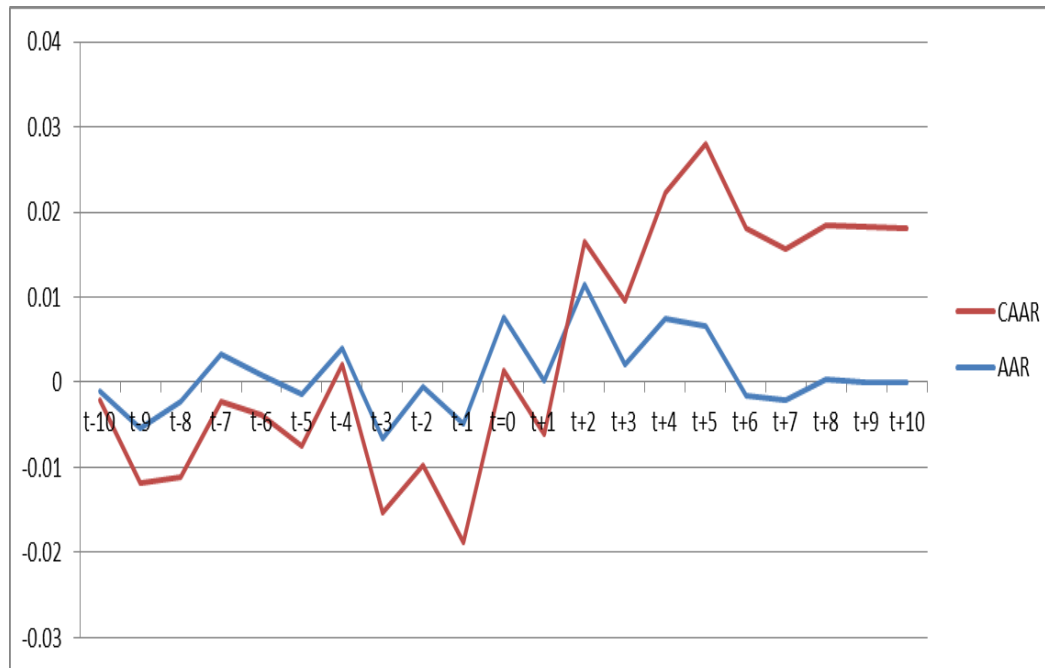
Periode	<i>Average Abnormal Return</i> (AAR)	<i>Cumulatif Average Abnormal Return</i> (CAAR)
t-10	-0.00108	-0.00108
t-9	-0.0054	-0.00648
t-8	-0.00233	-0.00881
t-7	0.003245	-0.00557
t-6	0.000906	-0.00466
t-5	-0.00142	-0.00608
t-4	0.004072	-0.00201
t-3	-0.00666	-0.00867
t-2	-0.00058	-0.00924
t-1	-0.00482	-0.01407
t=0	0.007721	-0.00634
t+1	0.000146	-0.0062
t+2	0.011401	0.005203
t+3	0.002158	0.007361
t+4	0.007433	0.014794
t+5	0.006647	0.021441
t+6	-0.00164	0.019804
t+7	-0.00209	0.017714
t+8	0.000363	0.018077

t+9	0.000065	0.018142
t+10	0.000011	0.018153

Sumber: Data Sekunder, diolah

Adapun pergerakan dari *average abnormal return* (AAR) dan *cumulative average abnormal return* (CAAR) dapat dilihat pada gambar berikut.

Gambar 1. Pergerakan Average Abnormal Return (AAR) dan Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)



Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan gambar di atas terlihat bahwa *abnormal return* terjadi dengan cukup fluktuatif. Nilai *average abnormal return* (AAR) tertinggi terdapat pada t+2 (dua hari setelah pengumuman) yaitu sebesar 0.011401 sedangkan nilai terendahnya terjadi pada t-3 (tiga hari sebelum pengumuman) yaitu sebesar -0.00666. Sedangkan secara kumulatif (CAAR), tertinggi terjadi pada t+5 (lima hari setelah pengumuman) yaitu sebesar 0.021441 dan terendah berada pada t-1 (satu hari sebelum pengumuman) yaitu sebesar -0.01407.

Uji Hipotesis 2

Hipotesis dua dilakukan melalui pengujian *abnormal return* yang disebabkan oleh informasi kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM) pada tanggal 17 November 2014. Pengujian *abnormal return* ini dilakukan dengan mencari selisih antara hasil yang diperoleh dengan hasil yang diharapkan investor. *Abnormal return* yang didapatkan investor memiliki dua arah, yaitu positif dan negatif.

Untuk melihat ada atau tidaknya *abnormal return* saham selama periode jendela akan dicari dengan menggunakan uji *one sample test*. Pada prinsipnya pengujian ini adalah dengan membandingkan *abnormal return* saham dengan *return* saham 0 (tidak ada *abnormal return* saham)

Tabel 5. Uji Beda *Abnormal Return* Selama Periode Jendela

Test Value = 0			
Periode Jendela	Signifikansi ($\alpha = 5\%$)	Mean Difference	Keputusan
t-10	0.780	-0.0010781	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-9	0.080	-0.0054043	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-8	0.555	-0.0023319	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-7	0.254	0.0032451	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-6	0.763	0.0009064	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-5	0.549	-0.0014159	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-4	0.131	0.0040723	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-3	0.122	-0.0066598	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-2	0.880	-0.0005753	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t-1	0.144	-0.0048237	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t=0	0.036	0.0077205	Terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+1	0.959	0.0001463	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+2	0.043	0.0114011	Terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+3	0.592	0.0021582	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+4	0.121	0.0074328	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+5	0.027	0.0066470	Terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+6	0.665	-0.0016365	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+7	0.602	-0.0020904	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+8	0.912	0.0003630	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+9	0.987	0.0000651	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>
t+10	0.998	0.0000109	Tidak terjadi <i>Abnormal Return</i>

Sumber: Data Sekunder diolah

Analisis SPSS dengan menggunakan *one sample test* terhadap nilai *abnormal return* saham pada peristiwa pengumuman kenaikan harga BBM selama periode jendela, memperlihatkan adanya *abnormal return* yang signifikan ($\text{sign.} < 0.05$), yaitu pada t_0 (0.036), $t+2$ (0.043) dan $t+5$ (0.027). sedangkan pada hari-hari lainnya *abnormal return* yang terjadi tidak signifikan. Ini menunjukkan bahwa pasar modal syaria'ah bereaksi terhadap informasi kenaikan harga BBM. Dibuktikan dengan adanya return tak normal yang signifikan pada hari pengumuman (t_0), dua hari setelah pengumuman ($t+2$) dan lima hari setelah pengumuman ($t+5$). Sehingga dalam hal ini hipotesis 2 diterima, yaitu Pasar modal syaria'ah pada Bursa Efek Indonesia telah mencapai efisiensi bentuk setengah kuat dengan menggunakan informasi kenaikan harga BBM tahun 2014.

HASIL PEMBAHASAN

1. Efisiensi Bentuk Lemah

Pengujian efisiensi pasar bentuk lemah dimaksudkan untuk mengetahui keacakan pola perubahan harga ataupun *return* saham. Apabila pola perubahan *return* saham bersifat acak (*random*), maka *return* saham sekarang independen terhadap *return* saham sebelumnya atau dengan kata lain *return* saham di masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham di masa mendatang.

Dari hasil pengujian *run test* melalui *SPSS statistics version 20*, terlihat dua sample perusahaan memiliki nilai *asympt-sig* lebih kecil dari 0,05 ($\alpha=5\%$), yaitu Lippo Karawaci Tbk. (0.014) dan Siloam Internasionals Hospital Tbk. (0.001), sehingga perubahan *return* dua perusahaan sample tersebut tidak bersifat acak (*random*). Sisanya, 28 perusahaan sample memiliki nilai *asympt-sig* lebih besar dari 0,05 sehingga perubahan *return* 28 perusahaan sample tersebut bersifat acak (*random*). Hal ini mengisyaratkan bahwa perubahan *return* saham tidak dapat digunakan untuk memprediksi perubahan *return* saham di waktu yang akan datang karena pola perubahan *return* bersifat acak (*random*).

Hasil analisis yang telah dilakukan sesuai dengan teori yang diajukan oleh Fama (1970) dalam Lestari dan Donny (2006), yang mengatakan bahwa pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika perubahan harga atau *return* saham bersifat independen sehingga investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dengan memanfaatkan *market data* yang dimilikinya. Sehingga ini membuktikan H_1 diterima, yaitu pasar modal syaria'ah telah efisien dalam bentuk lemah dengan menggunakan informasi return tahun 2014. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khajar (2012) yang menyatakan bahwa pasar modal syaria'ah efisien dalam bentuk lemah. Penelitian lain yang mendukung dilakukan oleh Akbar²⁴ (2009) mengenai Efisiensi Pasar Pada Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan sample

saham-saham anggota *Jakarta Islamic Index* (JII), menunjukkan bahwa pada periode penelitian *return* pasar saham JII efisien dalam bentuk lemah.

2. Efisiensi Bentuk Setengah Kuat

Hasil uji statistik terhadap *abnormal return* selama *event window* (10 hari sebelum dan 10 hari setelah pengumuman) menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan selama (t_0) dan setelah hari pengumuman ($t+2$ dan $t+5$) kenaikan Harga BBM. Reaksi yang muncul menandakan peristiwa ini memiliki kandungan informasi, sehingga menyebabkan pasar modal syari'ah bereaksi terhadap peristiwa tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa H2 diterima, yaitu pasar modal syari'ah telah mencapai efisien dalam bentuk setengah kuat dengan menggunakan informasi kenaikan harga BBM tahun 2014.

Secara teoritis efisiensi bentuk setengah kuat menurut Fama (1970) dalam Lestari dan Donny (2006) harga saham yang merupakan cerminan semua informasi yang dipublikasikan (*public information*), sehingga investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* dengan memanfaatkan informasi yang dipublikasikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nurheriyanto (2000) mengenai Reaksi Harga Saham Terhadap Peristiwa Pengumuman Disclaimer di Bursa Efek Jakarta (Pendekatan Hipotesis Pasar Efisien Setengah Kuat), hasilnya menunjukkan adanya rata-rata *abnormal return* yang cukup signifikan pada satu hari setelah peristiwa pengumuman, sehingga Bursa Efek Jakarta dianggap telah memenuhi hipotesis pasar efisien dalam bentuk setengah kuat.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengujian efisiensi pasar modal syari'ah bentuk lemah dan setengah kuat pada Bursa Efek Indonesia, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Pasar modal syari'ah termasuk efisien dalam bentuk lemah dengan menggunakan informasi harga pada tahun 2014. Dibuktikan dengan melakukan uji *run* terhadap *return* tiap sample, diperoleh 28 saham dari 30 saham perusahaan sample bergerak secara acak (*random*).
2. Pasar modal syari'ah termasuk efisien dalam bentuk setengah kuat dengan menggunakan informasi kenaikan harga BBM pada tahun 2014. Dibuktikan dengan terjadi *abnormal return* yang signifikan pada hari H diumumkannya kenaikan BBM (t_0), dua hari ($t+2$) dan lima hari ($t+5$) setelah pengumuman kenaikan BBM.

Informasi yang relevan adalah elemen kunci untuk memperoleh keuntungan dalam berinvestasi di pasar modal. Hasil penelitian tentang analisis efisiensi pasar modal bentuk lemah maupun setengah kuat memang mengakibatkan tanggapan yang bervariasi. Berdasarkan kesimpulan serta keterbatasan di atas maka disarankan:

1. Bagi investor dan calon investor

Dalam berinvestasi di pasar modal sebaiknya para investor dan calon investor selalu memperhatikan dan memanfaatkan informasi yang relevan dalam keputusan beli atau jual saham, dan tidak menjadikan informasi masa lalu yang tentunya sudah tidak relevan.

2. Bagi penelitian mendatang

Bagi peneliti yang berminat menguji efisiensi pasar agar tidak hanya menggunakan *run test* saja dalam uji efisiensi bentuk lemah, tetapi melakukan uji lain seperti uji korelasi regresi. Sedangkan untuk uji efisiensi bentuk setengah kuat hendaknya tidak hanya meneliti *abnormal return* saja, tetapi juga diuji mengenai aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity / TVA*) dan menguji ada perbedaan sebelum dan setelah terjadinya *event*.

Daftar Pustaka

- Akbar, Imam. (2009). Analisis Anomali Pasar Efisien Pada Bursa Efek Indonesia (Studi Kasus Saham-saham Jakarta Islamic Index). *Skripsi*. UIN Syarif Hidayatullah. Jakarta.
- [Djumena, Erlangga. \(2014\). *Harga BBM Naik, Rupiah dan IHSG Melemah*. \[Online\]. \(http://www.kompas.com diakses tanggal 6 Maret 2015\)](http://www.kompas.com)
- [Djumena, Erlangga. \(2014\). *Harga Naik Jadi Rp 8500, Premium Masih Disubsidi Rp 700 per Liter*. \[Online\]. \(http://www.kompas.com diakses 6 Maret 2015\)](http://www.kompas.com)
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. (2007). *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Edisi pertama, Kencana: Jakarta
- Husnan, Suad. (2001). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP-AMP YKPN: Yogyakarta
- Jogiyanto. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE-YOGYAKARTA: Yogyakarta
- Khairiah. 2009. Pengujian Efisiensi Pasar Modal Atas Peristiwa Pengumuman Stock Split Periode tahun 2007-2008 di bursa Efek Indonesia. Medan: *Skripsi* FE-USU
- Khajar, Ibnu dan Ristanti. 2012. Analisis Efisiensi Pasar Modal Syariah dan Konvensional Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia Periode 2010. *Jurnal EKOBIS*. Volume 13, No 1
- Khajar, Ibnu. (2008). Pengujian Efisiensi dan Peningkatan Efisiensi Bentuk Lemah Bursa Efek Indonesia Pada Saat dan Sesudah Krisis Moneter Pada Saham-saham LQ45. *National Conference on Management Research*. Makasar 2008, ISBN: 979-442-242-8
- [Koestanto, Robertus Benny Dwi. 2014. *IHSG Siap Respon Kenaikan Harga BBM*. \[Online\]. \(http://www.kompas.com diakses tanggal 7 Maret 2015\)](http://www.kompas.com)
- Lestari, Sri dan Donny. (2006). Efisiensi Pasar Modal Indonesia Bentuk Lemah dan Setengah Kuat pada PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Tahun 2002-2003. *Jurnal VENTURA*. Volume 9, No. 3

- Nasruldin. (2011). Pengujian Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Lemah Pasar Modal di Indonesia Periode 2009-2010. *Skripsi*. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah. Jakarta.
- Nurheriyanto, Medi. (2000). Reaksi Harga Saham Terhadap Peristiwa Pengumuman Disclaimer di Bursa Efek Jakarta (Pendekatan Hipotesis Pasar Efisien Setengah Kuat). *Tesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Setyawan, Tri Adi. (2006). Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Kenaikan Harga BBM. *Tesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Sugiyono. (1999). *Statistik Nonparametris untuk penelitian*. CV. ALFABETA: Bandung.
- Sunariyah. (2006). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. UPP-STIM YKPN: Yogyakarta
- Susilo D., Bambang. (2009). *PASAR MODAL Mekanisme Perdagangan Saham, Analisis Sekuritas, dan Strategi Investasi di Bursa Efek Indonesia(BEI)*. UPP STIM YKPN: Yogyakarta
- Tandelilin, Eduardus. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE-Yogyakarta
- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kanisiun
www.idx.co.id
- www.ojk.go.id
- www.finance.yahoo.com