

EFISIENSI PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA SEBELUM DAN SESUDAH KRISIS FINANSIAL GLOBAL 2008

Ibnu Khajar

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung (Unissula) Semarang
Jl. Raya Kaligawe Km.4 Semarang, 50112

Abstract

Efficient markets could be classified into three forms: weak, semistrong, and strong. Weak-form efficiency suggested that security prices reflected all trade-related information, such as historical security price movements and volume of securities trades, so they did not relate to current price and volume. In other words historical price movements was independent or random over time. Thus, test of weak-form efficiency related to random walk theory. This research had two objectives. The first objective was to analyze whether Indonesian capital market was efficient (weak-form). The second one was to analyze increasing efficient market in two different periods. The study was carried out on the 6 stocks in the Jakarta Islamic Index (JII), based on before, while, and after global financial crisis 2008. The first objective was analyzed by using run test. The result showed that most stocks were random in three (before, while, and after) different periods. The second one was analyzed by searching number of stocks that were random in the three periods. The result showed there was decreasing weak-form efficiency in the period before and while crisis and increasing in the period before and after global financial crisis 2008.

Key words: *weak-form efficiency, random, stock price, sharia, global financial crisis*

Kegiatan usaha dan bisnis yang dilakukan manusia tidak terlepas dari kegiatan investasi, baik di sektor riil maupun non riil. Kegiatan investasi di sektor non riil salah satunya adalah investasi saham di BEI yang dapat dilakukan oleh seluruh lapisan masyarakat bahkan masyarakat mancanegara. Bursa Efek Indonesia (BEI) saat ini sudah sangat modern, tersedia berbagai kemudahan dan fasilitas sehingga seluruh investor baik lokal maupun asing dapat dengan mudah mengakses dan berinvestasi saham.

Investor pasar modal ada yang bersifat individual dan institusional, ada yang domestik dan

asing. Mayoritas penduduk Indonesia beragama Islam, dan sebagian besar umat Islam beranggapan bahwa investasi saham adalah haram. Di dalam Alqur'an dan Hadist belum ada aturan yang jelas tentang saham. Beberapa ulama melakukan ijtihad dan muncullah kontroversi bahwa ada sebagian berpendapat investasi saham adalah halal sebagian lagi menyatakan haram. Penelitian ini tidak akan mengkaji kontroversi perbedaan tersebut tetapi mengikuti dan menerima pendapat bahwa investasi saham halal, hal ini sesuai dengan fatwa DSN-MUI No.40/DSN-MUI/2003 (Khajar, 2009). Fatwa tersebut membolehkan jual beli saham asalkan

Korespondensi dengan Penulis:

Ibnu Khajar: Telp. + 62 24 658 3584; Fax. +62 24 658 2455
E-mail: didijon58@yahoo.co.id

tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Respon BEI atas dibolehkannya investasi saham oleh sebagian ulama adalah terbentuknya indeks yang mewadahi saham-saham syariah pada tahun 1997 yang disebut *Jakarta Islamic Index* (JII) yang mewadahi 30 saham terbaik dan sesuai prinsip-prinsip syariah. Fatwa MUI tersebut dapat dijadikan landasan bagi umat Islam untuk berinvestasi saham dan saham-saham yang tergabung dalam JII dapat dijadikan rujukan bagi investor yang tertarik pada saham-saham syariah.

Diterbitkannya JII memunculkan kategori saham yang baru di BEI yaitu saham syariah dan konvensional. Secara konsep, saham merupakan surat berharga bukti penyertaan modal kepada perusahaan dan dengan bukti penyertaan tersebut pemegang saham berhak untuk mendapatkan bagian hasil dari usaha perusahaan tersebut. Konsep penyertaan modal dengan hak bagian hasil usaha ini merupakan konsep yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Prinsip syariah mengenal konsep ini sebagai kegiatan *musyarakah* atau *syirkah*. Berdasarkan analogi tersebut, maka secara konsep saham merupakan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Namun demikian, tidak semua saham yang diterbitkan oleh emiten dan perusahaan publik dapat disebut sebagai saham syariah. Suatu saham dikategorikan sebagai saham syariah jika saham tersebut diterbitkan oleh: pertama, emiten dan perusahaan publik yang secara jelas menyatakan dalam anggaran dasarnya bahwa kegiatan usaha emiten dan perusahaan publik tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Kedua, emiten dan perusahaan publik yang tidak menyatakan dalam anggaran dasarnya bahwa kegiatan usaha emiten dan perusahaan publik tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip syariah, namun memenuhi kriteria, antara lain: tidak melakukan kegiatan usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi, perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa, perdagangan dengan penawaran/permintaan

palsu, bank berbasis bunga, perusahaan pembiayaan berbasis bunga, jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maisir*), antara lain asuransi konvensional, memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan/atau menyediakan barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dzatihi*), barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan/atau, barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat, melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*). Ketiga, Rasio total utang berbasis bunga dibandingkan total ekuitas tidak lebih dari 82%, dan terakhir (keempat) rasio total pendapatan bunga dan total pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan total pendapatan usaha dan total pendapatan lainnya tidak lebih dari 10%.

Investor berinvestasi pada saham dengan tujuan antara lain ingin memperoleh keuntungan (profit). Terdapat dua sumber penghasilan yaitu *capital gain* yang dapat diraih dari selisih perbedaan harga beli dan jual saham, dan dividen yang merupakan bagian keuntungan atas saham yang dimiliki oleh investor yang dibagikan oleh emiten secara periodik. Terdapat dua pendekatan yang dapat digunakan oleh investor agar tujuan yang diinginkan tercapai yaitu analisis fundamental dan teknikal. Di BEI tersedia kurang lebih 400 saham yang diterbitkan oleh emiten, sehingga investor dapat memilih saham-saham mana yang akan dibeli. Analisis fundamental dapat digunakan untuk menyeleksi saham-saham yang akan dijadikan portofolio dan analisis teknikal dapat digunakan untuk menentukan kapan pembelian atau penjualan akan dieksekusi. Harga saham yang berfluktuasi merupakan kondisi yang sangat menarik bagi investor karena disanalah akan diperoleh *gain/loss*.

Harga saham di pasar sekunder yang selalu berfluktuasi naik dan turun merupakan cerminan seluruh informasi yang terkait dengan saham tersebut, seberapa cepat informasi tercermin dalam harga saham mengindikasikan seberapa efisienkah

pasar modal. Emery, *et al.* (2008) menyebutkan bahwa konsep efisiensi pasar modal sebagai harga pasar dari sekuritas yang diperdagangkan secara regular di pasar modal mencerminkan seluruh informasi yang ada dan melakukan penyesuaian secara utuh dan cepat terhadap informasi baru. Jones (1996) menyatakan bahwa pasar yang efisien adalah suatu pasar yang mana harga-harga dari seluruh sekuritas dengan cepat dan dengan sepenuhnya mencerminkan seluruh informasi yang tersedia tentang aset tersebut. Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi (informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat) yaitu efisiensi pasar bentuk lemah (*weak-form*), bentuk setengah kuat (*semi-strong-form*) dan bentuk kuat (*strong-form*).

Efisien bentuk lemah berarti harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi masa lalu (*past price changes*). Bentuk lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*). Harga sekuritas saat ini dalam pasar modal yang sudah efisien dalam bentuk lemah sudah mencerminkan semua informasi masa lalu, sehingga harga sekuritas di masa mendatang tidak bisa diprediksi berdasarkan informasi masa lalu. Pengujian efisien bentuk lemah akan membuktikan bahwa perubahan harga di masa mendatang seharusnya tidak berhubungan dengan perubahan harga sekuritas di masa lalu, harga saat ini tidak berkorelasi (independen) terhadap harga-harga sebelumnya. Alat uji statistik yang sering digunakan untuk menguji pasar efisien bentuk lemah adalah uji autokorelasi dengan berbagai variasi *lag* maupun pengujian run (*run test*) sebagaimana digunakan oleh Khajar (2008), Liu (2011) dan Al-Jafari (2011).

Di pasar tersedia informasi yang sangat banyak baik fundamental, teknikal, mikro maupun makro yang akan berpengaruh terhadap harga saham. Bagi investor saham baik syariah maupun non-syariah konsep efisiensi pasar modal sangat

penting dalam kerangka penggunaan dan pemilihan informasi yang relevan untuk pengambilan keputusan. Misalnya suatu pasar modal sudah efisien dalam bentuk lemah maka implikasinya informasi masa lalu tidak lagi relevan untuk digunakan dalam pengambilan keputusan. Tujuan utama dalam penelitian ini untuk membuktikan apakah pasar modal syariah sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum mempunyai implikasi penting bagi investor saham syariah dalam pengambilan keputusan investasi.

Penelitian terkait dengan pengujian efisiensi pasar modal bentuk lemah telah dilakukan oleh beberapa peneliti dan hasilnya bervariasi. Husnan (1998) menyatakan penelitian tentang *random walk* menunjukkan bahwa sebagian besar pasar modal paling tidak efisien dalam bentuk lemah. Al-Jafari (2011) juga menguji efisiensi bentuk lemah di bursa efek Bahrain, menggunakan data harian seluruh indeks periode Februari 2003 sampai dengan Nopember 2010 dan dengan alat statistik korelasi dan uji run menyimpulkan tidak terbukti adanya efisiensi bentuk lemah. Bashir & Ilyass (2011) menguji efisiensi bentuk lemah di bursa efek Pakistan, dengan menggunakan data saham-saham perbankan periode periode Juni 1997 hingga April 2009 dan alat statistik *cointegration and VAR test* disimpulkan tidak terbukti adanya efisiensi bentuk lemah. Gupta & Yong (2011) menguji efisiensi bentuk lemah di BSE dan NSE India, dengan menggunakan data periode 1997 hingga 2011 disimpulkan bahwa bursa sudah efisien dalam bentuk lemah untuk data kuartalan tetapi untuk data mingguan dan harian menolak hipotesis bahwa bursa sudah efisien. Liu (2011) juga meneliti efisiensi bentuk lemah di bursa efek China dan Hongkong, dengan alat statistik *run test* disimpulkan bahwa kedua bursa tersebut belum efisien dalam bentuk lemah, akan tetapi jika menggunakan alat statistik non-parametrik VR tes maka kedua bursa tersebut sudah efisien dalam bentuk lemah. Elbarghouthi & Yassin (2012) telah melakukan uji efisiensi bentuk

lemah di bursa efek Amman (ASE), dengan menggunakan harga harian 5 indeks periode Januari 2000 sampai dengan Desember 2008 di ASE dan dengan alat statistik uji Box-Jenkin Estimation menyimpulkan tidak terbukti ASE telah efisien dalam bentuk lemah.

Sekuat apapun efisiennya pasar modal, maka tidak akan mampu menahan merosotnya harga-harga saham jika terjadi kondisi yang tidak normal, misalnya krisis keuangan global 2008. Terjadinya krisis keuangan global 2008 yang dipicu oleh *subprime mortgage* di Amerika Serikat telah berimplikasi terhadap menurunnya indeks saham dunia tidak terkecuali BEI sebagaimana diilustrasikan dalam Tabel 1. Menarik untuk diteliti apakah krisis keuangan global ikut mempengaruhi tingkat efisiensi pasar modal khususnya efisien dalam bentuk lemah. Khajar (2009) melakukan penelitian pengujian efisiensi bentuk lemah pada saham-saham LQ-45 dikaitkan dengan krisis keuangan 2008, dengan alat statistik *run test* menyimpulkan bahwa pasar modal Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah, tetapi tidak terbukti adanya peningkatan efisiensi pada pasca krisis keuangan global. Hasil-hasil penelitian apakah pasar modal sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum yang masih memunculkan banyak kontroversi serta dibentuknya indeks yang mewadahi saham-saham syariah, maka penelitian ini ingin mengkaji efisiensi pasar modal bentuk lemah (*weak-form*) pada saham-saham syariah yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) pada saat sebelum dan sesudah krisis keuangan global 2008.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji apakah pasar modal syariah Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum pada saat sebelum dan sesudah krisis moneter 2008, dan untuk

menguji ada tidaknya peningkatan efisiensi bentuk lemah pada saat dan setelah krisis moneter.

HIPOTESIS

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka peneliti mengajukan dua hipotesis alternatif yaitu (1) Pasar modal syariah Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah pada saat, sebelum dan sesudah krisis keuangan global 2008, dan (2) Terdapat peningkatan efisiensi pasar modal bentuk lemah pada periode saat dan sesudah krisis keuangan global 2008.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang tergabung dalam JII sejak tahun 2006-2011. Salah satu alasan digunakannya JII karena saham-saham yang ada di dalamnya merupakan saham syariah dan sesuai dengan topik penelitian ini yaitu pengujian efisiensi pasar modal syariah di Indonesia. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Saham-saham yang akan dijadikan sampel dipilih dengan syarat (kriteria) bahwa saham tersebut selalu tercatat dalam JII secara terus menerus sejak tahun 2006-2011. Periode tersebut dipilih karena krisis keuangan terjadi tahun 2007-2008, sehingga periode tersebut memenuhi periode sebelum saat dan sesudah krisis keuangan global 2008. Berdasarkan kriteria tersebut terseleksi 6 saham syariah yang dijadikan sampel penelitian yaitu: ANTM, INTP, INCO, PTBA, TLKM dan UNVR.

Untuk menghindari kesalahan penafsiran variabel, maka dijelaskan definisi operasional variabel. *Pertama*, yaitu pertama harga saham, dalam penelitian adalah harga saham penutupan periode

Tabel 1. Perkembangan IHSG Semester II 2008

Indeks	Jun 2008	Jul 2008	Agus 2008	Sep 2008	Okt 2008	Nop 2008	Des 2008
IHSG	2.349,105	2.304,508	2.165,943	1.832,507	1.256,704	1.241,541	1.355,408
Perubahan	-	1,89%	6,01%	15,39%	31,42%	1,20%	9,17%

Sumber: e-Trading 2010

bulanan, baik pada periode sebelum saat dan sesudah krisis keuangan global 2008. *Kedua*, periode penelitian meliputi periode sebelum krisis keuangan global 2008 yaitu Januari-Desember 2006, periode saat krisis yaitu Januari-Desember 2008 dan periode sesudah krisis yaitu Januari-Desember 2010.

Untuk mengetahui apakah pasar modal syariah Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum akan dilakukan pengujian terhadap harga-harga saham syariah baik pada periode sebelum saat dan sesudah krisis keuangan global 2008. Alat analisis untuk menguji random (acak) tidaknya harga saham digunakan *run test*. Teknik ini memungkinkan peneliti menguji hipotesis apakah harga-harga saham untuk suatu periode tertentu bersifat random atau non-random. Penelitian ini menggunakan harga-harga saham bulanan selama 1 tahun ($n=12$). Karena sampel (n) kurang dari 20, maka termasuk *run test* sampel-sampel kecil dan pengujian akan dilakukan dengan tabel F (tabel harga-harga kritis r). Perhitungan *run test* akan dilakukan baik secara manual (langkah 1 s/d langkah 8) maupun non-manual yaitu dengan bantuan program SPSS. Langkah-langkah *run test* (manual) sebagai berikut: (1) harga-harga saham dari seluruh sampel penelitian (7-saham) disusunurut 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_1 ; (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 negatif maupun positif; (6) Menentukan batas-batas kritis untuk memutuskan random atau tidaknya harga-harga saham, yaitu mencari nilai r dalam tabel F_1 (batas bawah) dan F_2 (batas atas); (7) Membandingkan nilai r (nilai

yang diperoleh dari langkah ke-5) dengan nilai batas atas dan 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, dan sebaliknya r lebih besar dari batas atas, atau lebih kecil dari batas bawah, maka harga-harga saham tidak random.

Berdasarkan alat analisis yang berupa *run test*, maka rumusan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H_0 : Harga-harga saham bersifat random

H_1 : harga-harga saham bersifat tidak random

Kriteria pengambilan keputusan untuk menerima atau menolak H_0 ; jika perhitungan didasarkan pada output SPSS adalah akan menerima H_0 jika tingkat signifikansi *asymptot* dua sisi lebih dari 5%, dan menolak H_0 jika tingkat signifikansi *asymptot* dua sisi kurang dari 5%. Jika didasarkan pada perhitungan manual maka H_0 diterima jika $F_1 < r < F_2$, dan menolak H_1 jika $r < F_1$ atau $r > F_2$. H_0 diterima berarti harga saham syariah bersifat random dan pasar modal syariah sudah efisien dalam bentuk lemah, sebaliknya jika H_0 ditolak maka harga saham syariah tidak random dan berarti pasar modal syariah tidak efisien dalam bentuk lemah.

HASIL

Rangkuman *run test* berdasarkan hasil perhitungan baik secara manual maupun dengan bantuan SPSS periode sebelum krisis keuangan global 2008 sebagaimana dalam Tabel 1 dan Tabel 2. Enam saham syariah yang menjadi sampel penelitian menunjukkan INCO mempunyai harga tertinggi dan PTBA yang terendah. Berdasarkan kriteria keputusan uji hipotesis (SPSS) jika *asympt. Sig* <5% maka H_0 ditolak dan jika >5% H_0 diterima. Tabel 1 menunjukkan *asympt. sig.* saham INCO dan TLKM <5%, maka H_0 ditolak sehingga kedua harga saham

tersebut dinyatakan tidak random. Selebihnya yaitu ANTM, INTP, PTBA, dan UNVR mempunyai nilai asymp. sig. >5% maka H_0 diterima sehingga harga saham dinyatakan random. Kriteria uji hipotesis (manual), jika $F_1 < r < F_2$ maka H_0 diterima dan jika $r > F_2$ atau $r < F_1$ maka H_0 ditolak. Tabel 2 menunjukkan r saham INCO dan TLKM kurang dari F_1 maka H_0 ditolak sehingga kedua harga saham tersebut dinyatakan tidak random. Selebihnya yaitu ANTM, INTP, PTBA, dan UNVR mempunyai nilai r lebih besar dari F_1 dan kurang dari F_2 sehingga H_0 diterima dan harga saham dinyatakan random, kesimpulan yang sama sebagaimana perhitungan berdasarkan SPSS. Secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa pasar modal syariah Indonesia periode sebelum krisis sudah efisien dalam bentuk lemah. Terbukti sebagian besar saham syariah (ANTM, INTP, PTBA, UNVR) mempunyai harga saham yang random dan hanya dua saja (INCO, TLKM) yang tidak random.

Rangkuman *run test* berdasarkan hasil perhitungan baik secara manual maupun dengan bantuan SPSS periode saat krisis keuangan global 2008 sebagaimana dalam Tabel 3 dan Tabel 4. Enam saham syariah yang menjadi sampel penelitian menunjukkan PTBA mempunyai harga tertinggi dan

ANTM yang terendah. Berdasarkan kriteria keputusan uji hipotesis, jika asymp.sig <5% maka H_0 ditolak dan jika >5% H_0 diterima. Tabel 3 menunjukkan asymp. sig. saham ANTM, INCO dan UNVR <5% maka H_0 ditolak sehingga ketiga harga saham tersebut dinyatakan tidak random. Selebihnya yaitu INTP, PTBA, dan TLKM mempunyai nilai asymp. sig. >5% maka H_0 diterima sehingga harga saham ketiga saham tersebut dinyatakan random. Kriteria uji hipotesis (manual), jika $F_1 < r < F_2$ maka H_0 diterima dan jika $r > F_2$ atau $r < F_1$ maka H_0 ditolak. Tabel 4 menunjukkan r saham ANTM, INCO dan UNVR kurang dari F_1 maka H_0 ditolak, sehingga ketiga harga saham tersebut dinyatakan tidak random. Selebihnya yaitu INTP, PTBA, dan TLKM mempunyai nilai r lebih besar dari F_1 dan kurang dari F_2 sehingga H_0 diterima dan harga saham dinyatakan random, kesimpulan yang sama sebagaimana perhitungan berdasarkan SPSS. Secara keseluruhan dapat dinyatakan bahwa meskipun pasar modal syariah Indonesia pada periode krisis keuangan global 2008 sudah efisien dalam bentuk lemah akan tetapi jika dibandingkan dengan periode sebelum krisis mengalami penurunan. Terbukti dari 6 saham yang dijadikan sampel penelitian hanya tiga saham yang

Tabel 1. Run Test Periode Sebelum Krisis

Saham	Test Value	Cases<TV	Cases>=TV	Total Cases	Runs	Z	Asymp. Sig.
ANTM	5450	6	6	12	4	-1.514	0.130
INCO	21000	6	6	12	2	-2.725	0.006
INTP	4750	6	6	12	4	-1.514	0.130
PTBA	3262	6	6	12	7	0.000	1.000
TLKM	7725	6	6	12	2	-2.725	0.006
UNVR	4525	6	6	12	4	-1.514	0.130

Keterangan: TV = Test Value

Tabel 2. Run Test (Manual) Periode Sebelum Krisis

Saham	Median	n1	n2	r	F ₁	F ₂	Keputusan
ANTM	5450	6	6	4	3	11	Random
INCO	21000	6	6	2	3	11	Tidak
INTP	4750	6	6	4	3	11	Random
PTBA	3262	6	6	7	3	11	Random
TLKM	7725	6	6	2	3	11	Tidak
UNVR	4525	6	6	4	3	11	Random

random, yaitu INTP, PTBA, dan TLKM dan sisanya yaitu ANTP, INCO dan UNVR random, sedangkan periode sebelum krisis, dari 6 saham yang dijadikan sampel penelitian, empat diantaranya mempunyai harga saham yang bersifat random.

Rangkuman *run test* berdasarkan hasil perhitungan baik secara manual maupun dengan bantuan SPSS periode pasca krisis keuangan global 2008 sebagaimana dalam Tabel 5 dan Tabel 6. Enam saham syariah yang menjadi sampel penelitian menunjukkan PTBA mempunyai harga tertinggi dan ANTM yang terendah. Berdasarkan kriteria keputusan uji hipotesis jika asymp. sig. <5% maka H_0 ditolak dan jika >5% H_0 diterima. Tabel 5 menunjukkan asymp. sig. saham INTP <5% maka H_0

ditolak sehingga harga saham INTP dinyatakan tidak random. Selebihnya yaitu ANTM, INCO, PTBA, TLKM, dan UNVR mempunyai nilai asymp. sig. >5% maka H_0 diterima sehingga harga-harga saham tersebut dinyatakan random. Kriteria uji hipotesis (manual), jika $F_1 < r < F_2$ maka H_0 diterima dan jika $r > F_2$ atau $r < F_1$, maka H_0 ditolak. Tabel 6 menunjukkan r seluruh saham syariah yaitu ANTM, INCO, INTP, PTBA, TLKM dan UNVR lebih besar dari F_1 dan kurang dari F_2 , maka H_0 diterima sehingga harga saham dinyatakan random, kesimpulan yang sedikit berbeda dibandingkan dengan perhitungan SPSS dimana ada satu saham yang tidak random yaitu INTP. Secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa pasar modal sya-

Tabel 3. Run Test Periode Saat Krisis

Saham	Test Value	Cases<TV	Cases>=TV	Total Cases	Runs	Z	Asymp. Sig.
ANTM	2183	6	6	12	2	-2.725	0.006
INCO	4163	6	6	12	2	-2.725	0.006
INTP	5800	6	6	12	6	-0.303	0.762
PTBA	10325	6	6	12	4	-1.514	0.130
TLKM	7500	6	6	12	4	-1.514	0.130
UNVR	7075	6	6	12	2	-2.725	0.006

Keterangan: TV = Test Value

Tabel 4. Run Test (Manual) Periode Saat Krisis

Saham	Median	n1	n2	r	F ₁	F ₂	Keputusan
ANTM	2183	6	6	2	3	11	Tidak
INCO	4163	6	6	2	3	11	Tidak
INTP	5800	6	6	6	3	11	Random
PTBA	10325	6	6	4	3	11	Random
TLKM	7500	6	6	4	3	11	Random
UNVR	7075	6	6	2	3	11	Tidak

Tabel 5. Run Test Periode Pasca Krisis

Saham	Test Value	Cases<TV	Cases>=TV	Total Cases	Runs	Z	Asymp. Sig.
ANTM	2250	6	6	12	5	-0.908	0.364
INCO	4538	6	6	12	6	-0.303	0.762
INTP	15875	6	6	12	3	-2.119	0.034
PTBA	18050	6	6	12	4	-1.514	0.130
TLKM	8000	6	6	12	4	-1.514	0.130
UNVR	15850	6	6	12	5	-0.908	0.364

Keterangan: TV = Test Value

riah Indonesia pada periode setelah krisis sudah efisien dalam bentuk lemah. Hal ini dikarenakan sebagian besar saham syariah (ANTM, INCO, PTBA, TLKM, dan UNVR) mempunyai harga saham yang random dan hanya satu saham saja (INTP) yang tidak random. Dibandingkan dengan periode baik sebelum dan saat krisis efisiensi pasar modal syariah bentuk lemah pasca krisis keuangan global 2008 mengalami peningkatan. Hal ini dikarenakan pada periode pasca krisis hanya satu saham saja (INTP) yang harga sahamnya tidak random, sedangkan pada periode saat krisis terdapat 3 saham (ANTM, INCO, dan UNVR) yang tidak random, dan pada periode sebelum krisis terdapat 2 saham (INCO dan TLKM) yang harganya tidak random.

PEMBAHASAN

Efisiensi Pasar Modal Bentuk Lemah

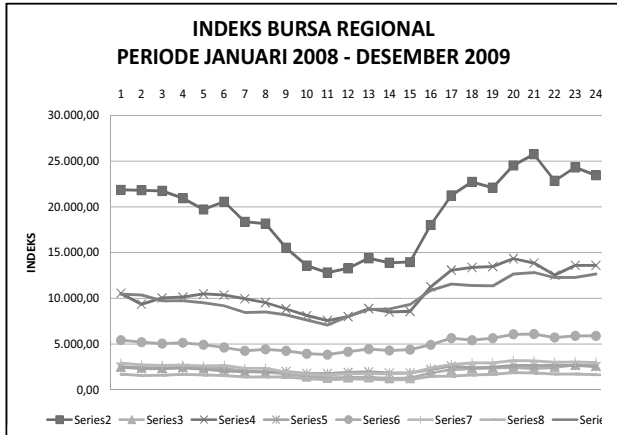
Berdasarkan *run test* baik secara manual maupun dengan SPSS, saham-saham syariah yang dijadikan obyek penelitian pada periode sebelum, saat dan pasca krisis keuangan global 2008 sudah efisien dalam bentuk lemah, bukti empiris menunjukkan bahwa sebagian besar saham syariah yang dijadikan sampel penelitian mempunyai harga saham yang random, sehingga bisa diinterpretasikan bahwa pasar modal syariah di Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah baik pada periode sebelum, saat dan sesudah krisis keuangan global 2008. Harga saham random dapat dimaknai bahwa harga saham periode sekarang independen terhadap periode sebelumnya, tidak dipengaruhi oleh periode sebelumnya. Pasar modal sudah efisien dalam ben-

tuk 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 yang lalu. Perubahan harga saham masa mendatang tidak berkorelasi dengan perubahan harga di masa lalu.

Investor di pasar modal yang sudah efisien (bentuk lemah) tidak dapat menggunakan *trading rules* yang berdasarkan 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*). Hasil temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya seperti Husnan (1998), Khajar (2009), dan Liu (2011). Kesamaan hasil dengan Husnan (1998) dan Khajar (2009) dapat dijelaskan karena adanya kesamaan obyek penelitian yaitu sama-sama di BEI. Kalau dibandingkan dengan Liu (2011), kesamaan hasil lebih disebabkan oleh lokasi geografis bursa yaitu kawasan regional Asia. Bursa yang berada dalam kawasan regional yang sama cenderung mempunyai pergerakan yang sama, hal ini terbukti pada saat krisis keuangan global seluruh indeks di kawasan regional sama-sama mengalami penurunan sebagaimana diilustrasikan dalam Gambar 1. Berdasarkan gambar tersebut ketujuh indeks bursa regional relatif mempunyai pola yang sama, yaitu mengalami pola menurun dan naik secara bersama-sama sehingga menunjukkan dampak yang dialami bursa tersebut relatif sama terhadap krisis keuangan global 2008.

Tabel 6. *Run Test* (Manual) Periode Pasca Krisis

Saham	Median	n1	n2	r	F ₁	F ₂	Keputusan
ANTM	2250	6	6	5	3	11	Random
INCO	4538	6	6	6	3	11	Random
INTP	15875	6	6	3	3	11	Random
PTBA	18050	6	6	4	3	11	Random
TLKM	8000	6	6	4	3	11	Random
UNVR	15850	6	6	5	3	11	Random



Keterangan: ASX=Series2, ASX=series3, NIKKEI=Series4, JKSE=Series5, FTSE=Series6, STI=Series7, KOSPI=series8, DJI=series1

Gambar 1. Pergerakan Indeks Bursa Regional

Hasil penelitian ini jika dibandingkan dengan efisiensi bursa efek di kawasan timur tengah hasil bertentangan, sebagaimana penelitian Buguk (2003), Al-Jafari (2011), Bashir & Ilyass (2011), Elbarghouthi, dan Gupta & Yang (2011), *et al.* (2011) yang kesemuanya meneliti tentang efisiensi pasar modal bentuk lemah di kawasan timur tengah dan semua menyimpulkan bahwa pasar modal belum efisien dalam bentuk lemah. Salah satu faktor yang menyebabkan perbedaan adalah letak bursa efek yaitu antara kawasan timur tengah dengan kawasan regional Asean (dalam hal ini BEI). Aspek politik di kawasan Asean lebih stabil dibandingkan dengan Timur Tengah serta *size* bursa yang berbeda, dimana bursa di regional Asean lebih relatif lebih besar dan likuid dibandingkan kawasan Timur Tengah akibatnya bursa Asean dalam hal ini BEI sudah efisien dalam bentuk lemah.

Pemahaman pasar modal efisien (*weak-form*) kontradiksi dengan analisis teknikal dalam memprediksi harga saham. Analisis teknikal memprediksi harga saham periode yang akan datang didasarkan pada pola harga saham dan volume perdagangan saham pada masa yang lalu. Pola tersebut

tercermin dalam grafik-grafik teknikal yang dibentuk berdasarkan harga saham historis. Berdasarkan pola-pola tersebut dan dengan berbagai metode teknikal maka investor akan mencari dan menentukan sinyal jual dan beli, kapan waktu yang tepat untuk membeli saham dan kapan waktu yang tepat untuk menjual saham. Jelas sekali bahwa harga saham periode yang akan datang sangat ditentukan oleh pola harga saham tersebut di masa yang lalu. Kondisi tersebut sangat bertolak belakang dengan konsep pasar modal efisien bentuk lemah dimana harga saham periode yang lalu tidak relevan dan tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga saham periode mendatang, disinilah letak kontroversi antara konsep efisiensi pasar modal dan analisis teknikal. Sampai sekarang memang belum ada bukti empiris yang valid yang berhasil membuktikan kebenaran di antara kedua konsep tersebut, dan tetap menjadi bahan diskusi yang menarik di kalangan dunia akademisi.

Peningkatan Efisiensi Pasar Modal

Khajar (2009) menyatakan bahwa tidak ada peningkatan efisiensi pasar modal dalam bentuk lemah pada periode sebelum dan periode saat krisis, tetapi ada peningkatan efisiensi pasca krisis keuangan global 2008. Peningkatan atau penurunan efisiensi ditunjukkan oleh jumlah saham yang harganya random. Semakin banyak saham dengan harga yang random maka efisiensinya mengalami kenaikan, demikian berlaku untuk sebaliknya. Berbeda dengan sebelumnya, penelitian saat ini justru mencatat saat krisis keuangan global 2008 efisiensi pasar modal justru menurun hal ini ditunjukkan oleh semakin banyaknya saham dengan harga yang tidak random. Selanjutnya setelah krisis keuangan global efisiensi justru meningkat jika dibandingkan dengan baik periode saat maupun sebelum krisis keuangan global 2008.

Kejadian pada periode krisis dimana efisiensi justru mengalami penurunan adalah merupakan cerminan kondisi pasar yang panik. Semua bursa

efek di dunia mengalami penurunan akibat krisis keuangan global 2008 sebagaimana turunnya indeks bursa secara signifikan dan tidak terkecuali Bursa Efek Indonesia (BEI). Melihat indeks yang turun begitu tajam berakibat pada perilaku investor yang dilanda kepanikan dan ketakutan bahwa indeks akan terus menurun pada suatu titik yang lebih buruk. Kondisi ini diperburuk oleh kebijakan yang diambil otoritas bursa dengan menutup bursa untuk beberapa hari perdagangan. Akibatnya banyak investor yang melakukan *cut loss* sehingga mendorong indeks semakin terpuruk. Pada kondisi demikian jelas harga saham yang terjadi tidak mencerminkan kinerja emiten yang sesungguhnya, harga saham tidak wajar dan akibatnya efisiensi pasar modal menurun.

Pasca krisis keuangan global 2008 efisiensi meningkat baik dibandingkan dengan periode sebelum dan saat krisis. Kondisi ini dapat dijelaskan bahwa harga saham di pasar sudah semakin wajar, karena investor sudah tidak dibayangi dan digelayuti oleh perasaan-perasaan akan semakin memburuknya bursa. Kondisi perekonomian dunia yang sudah pulih akibat krisis membawa gairah baru pada investor di bursa sehingga harga saham yang terjadi merupakan cerminan yang wajar dari kinerja para emiten sehingga efisiensi bursa meningkat.

Faktor lain yang mendukung meningkatnya efisiensi adalah semakin maju dan semakin mudahnya teknologi khususnya teknologi informasi (IT). Terbukti sudah semakin banyaknya *broker* yang memberikan fasilitas *trading* secara *on-line* kepada para nasabahnya sehingga mereka dapat mengakses berbagai informasi khususnya informasi pasar modal dengan biaya yang sangat murah. IT menjamin investor memperoleh berbagai informasi dalam waktu yang bersamaan dan *real-time* sehingga investor dapat memperoleh informasi yang sama-sama akuratnya dan inilah yang dapat mendorong pasar modal semakin efisien (*weak-form*).

Implikasi Manajerial

Secara teoritis investor bertindak secara rasional dengan mempertimbangkan tingkat keuntungan dan tingkat risiko yang mungkin terjadi. Bagi investor khususnya yang beragama Islam maupun investor pada umumnya saham-saham syariah dapat dijadikan salah satu alternatif untuk membentuk atau melengkapi portofolio mereka. Investor dapat mempertimbangkan berbagai informasi yang berkembang dan relevan dengan saham-saham yang dimaksud di pasar modal agar investasinya sukses mendapatkan untung (*gain*) dan menghindari risiko yang besar. Informasi menjadi kunci utama untuk kesuksesan berinvestasi, namun perlu diingat bahwa tidak semua informasi relevan untuk dipertimbangkan. Penelitian ini telah membuktikan bahwa paling tidak pasar modal sudah efisien dalam bentuk lemah, sehingga investor tidak seharusnya menggunakan informasi masa lalu untuk memprediksi harga saham di masa yang akan datang. Informasi masa lalu sudah tidak relevan lagi digunakan untuk mengambil keputusan beli atau jual saham yang akan dilakukan, karena informasi masa lalu tersebut sudah tercermin pada harga saham saat ini.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah pasar modal syariah Indonesia sudah efisien dalam bentuk lemah atau belum pada saat sebelum dan sesudah krisis moneter 2008, dan untuk menguji ada tidaknya peningkatan efisiensi bentuk lemah pada saat dan setelah krisis moneter. Berdasarkan hasil *run test*, dapat disimpulkan bahwa pasar modal syariah Indonesia sudah efisien paling tidak dalam bentuk lemah, namun pada saat krisis keuangan global 2008 efisiensi mengalami penurunan dan pada periode setelah krisis terjadi peningkatan efisiensi.

Pada periode sebelum krisis keuangan global 2008 hasil uji run menunjukkan ke-6 saham syariah yang menjadi sampel penelitian, empat diantaranya random yaitu ANTM, INTP, PTBA dan UNVR dan sisanya tidak random yaitu INCO dan TLKM. Pada saat krisis keuangan global 2008, 3 saham random yaitu ANTM, INCO dan UNVR, sisanya tidak random yaitu INTP, PTBA dan TLKM, sedangkan pada periode setelah krisis, output SPSS mencatat hanya satu saham tidak random yaitu INTP, lain halnya dengan perhitungan secara manual uji run dimana keenam saham semuanya bersifat random.

Pada periode saat krisis keuangan global 2008, efisiensi mengalami penurunan karena saham yang tidak random lebih banyak dibandingkan sebelumnya, sedangkan pada periode pasca krisis keuangan global 2008 efisiensi mengalami peningkatan karena saham yang tidak random hanya satu, bahkan perhitungan *run test* secara manual menunjukkan seluruh saham bersifat random.

Saran

Informasi yang relevan adalah faktor kunci untuk memperoleh keuntungan dalam berinvestasi saham di BEI. Hasil penelitian tentang uji efisiensi pasar modal bentuk lemah memang mengakibatkan tanggapan yang bervariasi.

Dalam berinvestasi di pasar modal sebaiknya para investor dan calon investor agar tidak menderita kerugian selalu memperhatikan dan memanfaatkan informasi yang relevan dalam keputusan beli atau jual saham, dan informasi masa lalu bukan informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan saham-saham syariah, hal ini karena secara empiris terbukti pasar modal khususnya saham-saham syariah sudah efisien dalam bentuk lemah.

Peneliti yang berminat menguji efisiensi pasar modal bentuk lemah agar melakukan studi komparasi antara pasar modal syariah dan konvensional sehingga akan lebih memotivasi dan memberikan kepercayaan diri yang lebih pada diri

investor dalam berinvestasi saham di BEI, khususnya saham-saham syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Jafari, K.M. 2011. Testing the Weak-Form Efficiency of Bahrain Securities Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 72: 14-24.
- Bashir, T., Ilyas, M. & Furrukh, A. 2011. Testing the Weak Form Efficiency of Pakistani Stock Markets, An Empirical Study in Banking Sector. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 31: 160-175.
- Borges, M.R. 2007. Random Walk Tests for The Lisbon Stock Market. School of Economics and Management, Technical University of Lisbon. *Discussion Paper WP014*: 1-18.
- Buguk, C. & Brorsen, W.B. 2003. Testing Weak-Form Market Efficiency Hypothesis: Evidence for Istanbul Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*, 12(5): 41-57.
- Elbarghouthi, S., Yassin, M. & Qasim, A. 2011. Is Amman Stock Exchange an Efficient Market. *International Business Research*, 5(1): 140-156.
- Emery, D.R., Finnerty, J.D., & Stowe, J.D. 2008. *Corporate Financial Management*. International Edition. Prentice Hall.
- Gupta, R. & Yang, J. 2011. Testing Weak Form Efficiency in the Indian Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 75: 108-119.
- 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*. 1(3): 245–265.
- Khajar, I. 2009. *Pengantar Pasar Modal*. Semarang: Sultan Agung Press.
- Liu, T. 2011. Market Efficiency in China Stock Market and Hongkong Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 76: 128-137.
- Madura. 2003. *Financial Markets and Institutions*. Sixth Edition. Singapore: Thomson, South-Western.
- Prasetyantoko, A. 2008. *Bencana Finansial Stabilitas sebagai Barang Publik*. Jakarta: Kompas Penerbit Buku.