

# PENGUJIAN EFISIEN PASAR MODAL BENTUK LEMAH DI PASAR MODAL SYARIAH

**Yosi Stefhani**

*Dosen Tetap Program S1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Satya Negara Indonesia*  
[yosi.stefhani@yahoo.com](mailto:yosi.stefhani@yahoo.com)

## ABSTRACT

The purpose of this study to examine whether the Islamic capital market in Indonesia is efficient in a weak form. The efficient capital market weak form states that the capital market is said to be efficient if the price formed reflects past information including previous price information. With these conditions, the stock price will move randomly and past price data cannot be used to predict prices in the future. The sample in this study uses Islamic stocks that listed in the Jakarta Islam Index (JII) in 2018. Sharia stocks that consistently enter for 2 periods in 2018 into the JII are 27 shares. The test method is done by testing Run Test. Run Test is used to see whether the price movements of Islamic stocks move randomly or not. The variables tested were daily stock return data from January to June 2018. The results showed stock price movements during the period of the study were not random. This means that the Islamic capital market in Indonesia has not been efficient in a weak form.

*Keywords : Efficient Market Hypothesis, Run Test, Sharia Capital Market*

## PENDAHULUAN

Pasar modal mempunyai peranan yang sangat penting bagi perekonomian suatu Negara. Fungsi keuangan yang dimiliki pasar modal sebagai sarana untuk mencari modal bagi perusahaan menjadi salah bukti pentingnya pasar modal. Perkembangan pasar modal sekarang ini berkaitan juga dengan adanya pasar modal syariah. Pasar modal syariah muncul sebagai sarana bagi para investor yang ingin berinvestasi secara syariah. Potensi berkembangnya pasar modal syariah cukup besar mengingat masyarakat Indonesia mayoritas adalah muslim. Dengan peran dan potensi yang cukup besar maka pasar modal syariah diharapkan mampu menjadi pasar modal yang ideal bagi para investor untuk berinvestasi. Salah satu indikator idealnya pasar modal secara teoritis harus menjadi pasar modal yang efisien. Pasar modal yang efisien berarti harga yang terbentuk di pasar modal tersebut mencerminkan seluruh informasi yang tersedia dipasar modal tersebut. Semakin cepat informasi tercermin di harga yang terbentuk semakin efisien pasar modal tersebut. Harga yang mencerminkan informasi yang relevan akan menciptakan harga pasar wajar. Sementara secara ketentuan pasar modal syariah harus mencerminkan harga pasar wajar sesuai dengan fatwa Dewan Syariah Nasional No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal , pasal 6.

Tetapi fenomena yang terjadi pada pasar modal syariah di Indonesia ada beberapa saham yang kemudian pergerakan harganya tidak wajar. Pergerakan harga saham yang tidak wajar dikategorikan oleh Bursa Efek Indonesia sebagai *Unusual Market Activity* (UMA). UMA adalah aktifitas perdagangan dan/atau pergerakan harga suatu Efek yang tidak biasa pada suatu kurun

waktu tertentu di pasar modal. BEI akan melakukan pengumuman UMA atas satu saham jika terindikasi adanya peningkatan/pergerakan harga dan aktivitas diluar kebiasaan. Tetapi pengumuman UMA ini belum tentu berarti adanya pelanggaran undang-undang pasar modal sendiri. Beberapa saham syariah juga pernah teridentifikasi ke dalam UMA pada periode tertentu. Berikut ini beberapa saham yang pernah teridentifikasi UMA :

Tabel 1  
Saham Syariah Yang Teridentifikasi Pengumuman UMA

No.	Saham Syariah	Tanggal Pengumuman UMA
1	PT.Rukun Raharja Tbk (RAJA)	13 Februari 2018
2	PT.Marga Abhinaya Abadi Tbk (MABA)	8 Januari 2018
3	PT.Armidian Karyatama Tbk (ARMY)	2 Januari 2018
4	PT.Armidian Karyatama Tbk (ARMY)	11 Desember 2017
5	PT.Inti Agri Resources Tbk (IIKP)	30 November 2017

Sumber : idx.co.id

Dari tabel diatas terlihat bahwa BEI mengeluarkan pengumuman UMA terkait beberapa saham yang termasuk saham syariah periode tahun 2018 yaitu PT.Rukun Raharja Tbk (RAJA), PT.Marga Abhinaya Abadi Tbk (MABA), PT.Armidian Karyatama Tbk (ARMY), PT.Armidian Karyatama Tbk (ARMY), PT.Inti Agri Resources Tbk (IIKP). Dengan dikeluarkannya pengumuman ini menunjukkan bahwa menurut penilaian BEI harga saham-saham syariah tersebut bergerak secara tidak wajar. Pergerakan yang tidak wajar ini harus ditindaklanjuti dengan mengkonfirmasi adakah hal-hal yang tidak diinformasikan oleh perusahaan yang bersangkutan kepada publik atau hal-hal lain yang menyebabkan adanya pergerakan harga saham yang diluar kebiasaan.

Adanya fenomena diatas menunjukkan adanya indikasi harga pasar saham yang terbentuk di pasar modal syariah belum mencerminkan harga pasar saham yang wajar. Jika pasar modal syariah belum mencerminkan harga pasar saham yang wajar maka pasar modal ini belum bisa dikatakan pasar modal yang efisien.

Eugene Fama mengklasifikasikan pasar modal efisien ke dalam 3 bentuk. Pasar modal efisien bentuk lemah (*weak form*), pasar modal efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form*), dan pasar modal efisien bentuk kuat (*strong form*). Penelitian ini akan melakukan pengujian pasar modal efisien bentuk lemah. Secara teoritis pasar modal efisien bentuk lemah menyatakan bahwa harga yang terbentuk mencerminkan informasi terdahulu termasuk harga. Ini berarti informasi terdahulu tidak mampu memprediksi return di masa yang akan datang. Berbagai penelitian terkait pasar modal efisien telah banyak dilakukan sebelumnya diantaranya oleh Yanuar dan Adrian (2015), penelitian melakukan pengujian pasar modal efisien bentuk lemah dengan sampel penelitian LQ 45, JII dan Kompas 100 selama 2013 sampai dengan 2014. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia efisien dalam bentuk lemah. Penelitian lain yang dilakukan oleh Ibnu Khajar (2008) melakukan pengujian pasar modal efisien bentuk lemah sebelum dan sesudah krisis, dengan sampel 10 saham LQ 45 periode 1998 dan 2006. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar modal efisien dalam bentuk lemah.

Sementara itu penelitian lain menunjukkan hasil yang berbeda dimana pasar modal di Indonesia efisien dalam bentuk setengah kuat. Diantaranya penelitian yang dilakukan oleh I Gusti Ngurah Agung Putra Dwipayana dan I Gusti Bagus Wicakusana (2017), yang menggunakan sampel saham yang termasuk Kompas 100. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar modal efisien dalam bentuk setengah kuat. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Agus Sunarjanto dan Adisastra (2007) menggunakan sampel 14 saham periode 2004-2005, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia efisien setengah kuat.

Berdasarkan fenomena yang ada dan masih ada perbedaan hasil penelitian sebelumnya maka penelitian ini dilakukan dengan judul “Pengujian Efisien Pasar Modal Bentuk Lemah Pasar Modal Syariah di Indonesia”.

Adapun perumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah pasar modal syariah sudah efisien dalam bentuk lemah (*weak form*).

## TINJAUAN PUSTAKA

### Pasar Modal Syariah

Secara resmi pasar modal syariah di Indonesia diperkenalkan tahun 2003 dengan ditandatanganinya MoU antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional MUI (DSN-MUI). Walaupun produk pasar modal syariah telah muncul tahun 1997 dengan ada Danareksa Syariah yang diterbitkan oleh PT. Danareksa Investment Management. Perkembangan selanjutnya Bursa Efek Indonesia (BEI) bekerja sama dengan PT. Danareksa Investment Management mengeluarkan Jakarta Islam Index (JII) tahun 2000. Berbagai instrumen pasar modal syariah diantaranya saham syariah, sukuk, reksa dana syariah, Exchange Fund Trade (EFT) Syariah, Efek Beragun Aset (EBA) Syariah dan Dana Investasi Real Estate (DIRE) Syariah. Instrumen yang paling populer di pasar modal syariah adalah saham syariah. Saham syariah adalah saham yang termasuk ke dalam efek syariah dengan kriteria seleksi yang ditentukan oleh OJK. Kriteria tersebut adalah :

1. Emiten tidak melakukan kegiatan usaha sebagai berikut:
  - a. perjudian dan permainan yang tergolong judi;
  - b. perdagangan yang dilarang menurut syariah, antara lain:
    - perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa;
    - perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu;
  - c. jasa keuangan ribawi, antara lain:
    - bank berbasis bunga;
    - perusahaan pembiayaan berbasis bunga
  - d. jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maisir*), antara lain asuransi konvensional;
  - e. memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain:
    - barang atau jasa haram zatnya
    - barang atau jasa haram bukan karena zatnya yang ditetapkan oleh DSN MUI;
    - barang atau jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudarat
  - f. melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (*risywah*); dan
2. Emiten memenuhi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
  - a. total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima per seratus); atau

- b. total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10% (sepuluh per seratus);

Sementara indeks saham syariah yaitu JII dikeluarkan dengan tujuan untuk memfasilitasi para investor yang ingin berinvestasi secara syariah di pasar modal. JII merupakan indeks yang terdiri dari 30 saham syariah terpilih dengan kinerja terbaik. Proses seleksi JII melalui 3 tahap. Pertama, yang terpilih adalah saham-saham yang dipilih berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan BAPEPAM-LK. Kedua, memilih 60 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir. Tahap Ketiga, dari 60 saham dipilih 30 saham dengan tingkat likuiditas selama satu tahun terakhir.

#### Hipotesis Pasar Modal Efisien

Pasar modal efisien adalah pasar modal dimana harga yang terbentuk mencerminkan seluruh informasi relevan. Eugene F. Fama mengklasifikasikan pasar modal efisien ke dalam 3 bentuk, yaitu :

1. pasar modal efisien bentuk lemah (*weak form*). Pasar modal dikatakan efisien bentuk lemah jika harga yang terbentuk sudah mencerminkan informasi terdahulu. Informasi terdahulu yang dimaksud diantaranya harga saham. Dengan kondisi seperti ini maka harga terdahulu tidak bisa digunakan untuk bisa memprediksi harga di masa yang akan datang.
2. pasar modal efisien bentuk setengah kuat (*semi strong form*). Pasar modal dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika harga yang terbentuk sudah mencerminkan seluruh informasi yang relevan tidak hanya informasi terdahulu tetapi juga informasi yang tersedia untuk publik.
3. pasar modal efisien bentuk kuat (*strong form*). Pasar modal dikatakan efisien bentuk kuat jika harga yang terbentuk sudah mencerminkan seluruh informasi termasuk informasi orang dalam (*insider information*). Informasi orang dalam adalah informasi yang berasal dari manajemen perusahaan yang sebenarnya tidak atau belum dipublikasikan.

#### Pengujian Hipotesis Pasar Modal Efisien

Pengujian pasar modal efisien bentuk lemah. Pengujian pasar modal efisien bentuk lemah bisa diuji dengan melakukan pengujian prediktibilitas return. Pengujian ini meliputi pengujian pola return (harian, mingguan maupun bulanan). Pengujian prediktibilitas return dapat dilakukan dengan berbagai cara, antara lain dengan :

1. mempelajari pola return *seasonal*
2. menggunakan data return dimasa lalu, baik untuk prediktibilitas jangka pendek dan jangka panjang
3. mempelajari hubungan return dengan karakteristik perusahaan

Pengujian pasar modal efisien bentuk setengah kuat. Pengujian pasar modal efisien setengah kuat bisa dilakukan dengan pengujian *event study* untuk mengamati pengaruh pengumuman suatu informasi terhadap perubahan harga ekuitas. *Event study* didefinisikan sebagai penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga. Penelitian *event study* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi masuk ke pasar dapat tercermin pada harga pasar.

Pengujian pasar modal efisien bentuk kuat. Pengujian pasar modal efisien bentuk kuat bisa dilakukan dengan pengujian *private information*. Pengujian *private information* meliputi pengujian apakah pihak insider perusahaan dan kelompok investor tertentu yang dianggap mempunyai akses lebih baik, dapat memperoleh return tak normal lebih tinggi dibandingkan dengan return pasar umumnya. Pihak-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. Pihak insider ini bisa memperoleh informasi sebelum informasi tersebut dipublikasikan. Dengan demikian mereka akan dapat memanfaatkan kemudahan akses informasi tersebut untuk memperoleh *abnormal return*. Abnormal return adalah selisih antara *actual return* dan *expected return*. *Actual return* tentang return atau tingkat pengembalian yang terjadi. Sementara itu *expected return* Expected return merupakan return atau tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Semakin kecil nilai abnormal return menunjukkan *actual return* mendekati *expected* returnnya. Dengan kondisi seperti ini artinya tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor ketika akan berinvestasi sesuai dengan apa yang memang didapatkan oleh investor pada akhirnya. Kondisi ini menunjukkan pasar modal efisien.

## **METODOLOGI**

Populasi dalam penelitian ini adalah saham syariah yang termasuk ke dalam Jakarta Islam Index tahun 2018. Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling. Yaitu teknik sampling yang mengambil sampel dengan berdasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Kriteria yang dimaksud adalah saham syariah yang konsisten selama 2 periode berturut-turut di tahun 2018 yang masuk ke dalam JII.

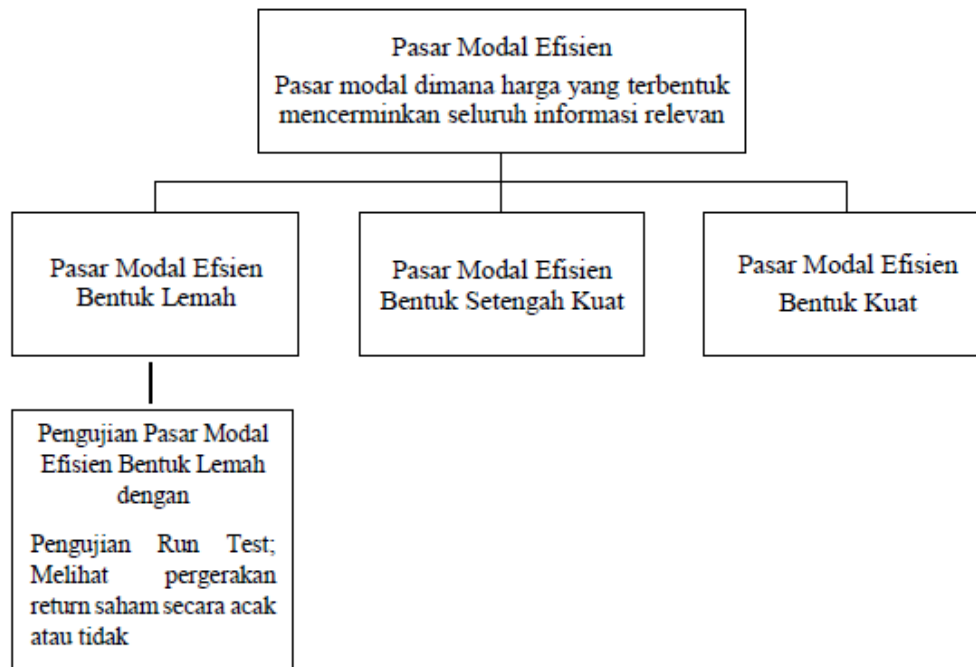
Jenis penelitian ini adalah jenis penelitian korelasional, yaitu jenis penelitian yang melihat apakah ada hubungan antara variabel. Variabel yang dimaksud dalam penelitian ini adalah variabel return saham syariah yang dihitung dari pergerakan harga saham syariah. Hubungan antara variabel yang dimaksud adalah rangkaian variabel return saham yang terbentuk selama periode pengamatan apakah memiliki hubungan atau tidak. Jika memang tidak memiliki hubungan ini berarti rangkaian return saham syariah bergerak secara acak atau random.

Sementara itu return saham dalam penelitian ini merupakan return saham harian. Adapun rumus untuk menghitung return saham syariah harian yang merupakan variabel dalam penelitian ini adalah :

$$\text{Return Saham Harian} = \frac{\text{Close Price} - \text{Open Price}}{\text{Open Price}}$$

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji Run-Test. Uji Run Test merupakan salah satu uji statistik non parametrik. Run test bisa digunakan untuk kasus satu variabel. Rangkaian data satu variabel tersebut akan diuji apakah merupakan rangkaian data yang terbentuk secara acak atau tidak.

Kerangka Pemikiran



Sumber : Diolah Penulis

Hipotesis dalam suatu penelitian merupakan jawaban sementara dari perumusan masalah yang dikemukakan. Perumusan masalah dalam penelitian ini apakah pasar modal syariah di Indonesia merupakan pasar modal yang efisien dalam bentuk lemah. Untuk menunjukkan bahwa suatu pasar modal merupakan pasar modal efisien dalam bentuk lemah adalah jika pergerakan harga saham bergerak secara acak (random). Maka hipotesis sebagai jawaban sementara dalam penelitian ini adalah :

Ho : Pergerakan harga saham syariah periode Januari- Juni 2018 bergerak secara acak (random)

Ha : Pergerakan harga saham syariah periode Januari- Juni 2018 bergerak tidak acak (random)

Kriteria pengujian hipotesis adalah :

Tolak Ho Terima Ha jika asym.sig value run test < 0,05

Tolak Ha Terima Ho jika asym.sig value run test > 0,05

## PEMBAHASAN

Populasi dalam penelitian ini adalah saham syariah yang termasuk ke dalam JII periode 2018. Penelitian ini menggunakan teknik sampling purposive sampling sehingga pengambilan

sampel penelitian didasarkan pada kriteria yang telah ditentukan. Maka berdasarkan kriteria yang telah ditentukan jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 27 saham syariah yang konsisten termasuk ke dalam JII selama tahun 2018. Berikut saham syariah yang menjadi sampel penelitian.

Tabel 2

Saham Syariah Yang Termasuk JII Secara Konsisten

No.	Saham
1	Adaro Energy Tbk (ADRO)
2	AKR CorpindoTbk (AKRA)
3	Aneka Tambang (Persero) Tbk (ANTM)
4	Astra International Tbk (ASII)
5	Barito Pacific Tbk (BRPT)
6	Bumi Serpong Damai Tbk(BSDE)
7	Ciputra Development Tbk (CTRA)
8	XL Axiata Tbk (EXCL)
9	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP)
10	Vale Indonesia Tbk (INCO)
11	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (INDF)
12	Kalbe Farma Tbk (KLBF)
13	Lippo Karawaci Tbk (LPKR)
14	Matahari Departement Store Tbk (LPPF)
15	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk (PGAS)
16	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk (PTBA)
17	PP (Persero) Tbk (PTPP)
18	Surya Citra Media Tbk (SCMA)
19	Semen Indonesia (Persero) Tbk (SMGR)
20	Summarecon Agung Tbk (SMRA)
21	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk (TLKM)
22	Chandra Asri Petrochemical Tbk (TPIA)
23	United Tractors Tbk (UNTR)
24	Unilever Indonesia Tbk (UNVR)
25	Wijaya Karya (Persero) Tbk (WIKA)
26	Waskita Beton Precast Tbk (WSBP)
27	Waskita Karya (Persero) Tbk (WSKT)

Sumber : Diolah Penulis

Variabel yang diteliti dalam penelitian ini adalah variabel return saham harian periode Januari – Juni 2018. Variabel return saham harian dihitung dengan melihat closing price dan open price saham setiap harinya. Jadi dengan mengamati pergerakan return saham sama saja mengamati pergerakan harga saham karena return saham dilihat dari harga sahamnya. Sementara secara umum gambaran return saham-saham syariah yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

Tabel 3  
Data Deskriptif  
Return Saham Syariah JII Periode 2018

No.	Saham	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata
1	ADRO	129	-0,16591	0,08543	0,0004610
2	AKRA	129	-0,121076	0,08314	-0,00271095
3	ANTM	129	-0,050251	0,124294	0,00310139
4	ASII	129	-0,056517	0,078432	-0,00147041
5	BRPT	129	-0,076555	0,065421	-0,00066039
6	BSDE	129	-0,071420	0,101973	-0,00039293
7	CTRA	129	-0,090909	0,116665	-0,00068134
8	EXCL	129	-0,123967	0,204420	-0,00059465
9	ICBP	129	-0,092893	0,045731	0,00041041
10	INCO	129	-0,078717	0,067055	0,00293205
11	INDF	129	-0,061997	0,055604	-0,00063849
12	KLBF	129	-0,071672	0,069388	-0,00210334
13	LPKR	129	-0,66126	0,090004	-0,00255064
14	LPPF	129	-0,108128	0,139038	-0,00012010
15	PGAS	129	-0,12555	0,255320	0,00200574
16	PTBA	129	-0,049505	0,10075	0,00476354
17	PTPP	129	-0,155963	0,091837	-0,00150403
18	SCMA	129	-0,091699	0,076337	-0,00116669
19	SMGR	129	-0,075163	0,078431	-0,00214879
20	SMRA	129	-0,075376	0,104937	0,00000299

No.	Saham	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata
21	TLKM	129	-0,067703	0,052198	-0,00085111
22	TPIA	129	-0,093632	0,1777274	-0,00005285
23	UNTR	129	-0,100264	0,070652	-0,00049325
24	UNVR	129	-0,055118	0,059735	-0,00128325
25	WIKA	129	-0,077491	0,075949	-0,00088672
26	WSBP	129	-0,042654	0,102665	-0,00007833
27	WSKT	129	-0,101626	0,072411	-0,00057043
	Rata-Rata		-0,109000593	0,097983163	

Sumber : Diolah Penulis

Berdasarkan data deskriptif dari seluruh sampel penelitian ini terlihat bahwa return saham syariah terendah adalah return saham Lippo Karawaci Tbk (LPKR) dan return saham syariah tertinggi adalah return saham syariah Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk (PGAS). Sementara itu rata-rata return saham syariah yang tertinggi adalah saham syariah PT Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk (PTBA).

Sementara itu dilihat tabel diatas rata-rata return terendah yang diperoleh saham syariah adalah -0,109 atau -10,9%. Dan rata-rata return tertinggi yang diperoleh saham syariah adalah 0,098 atau 9,8%.

Pengujian pasar modal efisien bentuk lemah dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mempelajari pola return harian seasonal yaitu selama periode Januari sampai dengan Juni 2018. Metode pengujian dengan menggunakan uji run test. Berikut ini merupakan hasil pengujian run test setiap sampel penelitian.

Tabel 4  
Hasil Run Test

No.	Saham	Z	R	Signifikansi	Keputusan
1	ADRO	-9.706	9	0.000	Tidak Random
2	AKRA	-8.94	8	0.000	Tidak Random
3	ANTM	-7.863	13	0.000	Tidak Random
4	ASII	-9.781	4	0.000	Tidak Random
5	BRPT	-7.559	14	0.000	Tidak Random
6	BSDE	-9.561	11	0.000	Tidak Random
7	CTRA	-9.702	8	0.000	Tidak Random
8	EXCL	-10.213	8	0.000	Tidak Random
9	ICBP	-8.125	19	0.000	Tidak Random
10	INCO	-8.916	5	0.000	Tidak Random
11	INDF	-10.15	6	0.000	Tidak Random
12	KLBF	-10.269	4	0.000	Tidak Random
13	LPKR	-9.574	9	0.000	Tidak Random
14	LPPF	-8.775	10	0.000	Tidak Random
15	PGAS	-9.784	9	0.000	Tidak Random
16	PTBA	-10.616	3	0.000	Tidak Random
17	PTPP	-9.069	13	0.000	Tidak Random
18	SCMA	-10.027	4	0.000	Tidak Random
19	SMGR	-10.973	2	0.000	Tidak Random
20	SMRA	-9.682	11	0.000	Tidak Random
21	TLKM	-8.679	13	0.000	Tidak Random
22	TPIA	-8.605	14	0.000	Tidak Random
23	UNTR	-8.616	16	0.000	Tidak Random
24	UNVR	-7.64	9	0.000	Tidak Random
25	WIKA	-10.021	7	0.000	Tidak Random
26	WSBP	-9.684	11	0.000	Tidak Random
27	WSKT	-10.623	5	0.000	Tidak Random

Sumber : Output SPSS

Berdasarkan hasil pengujian run test dari 27 saham syariah yang menjadi sampel penelitian ini terlihat semua nilai sig run test  $< 0,05$  sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Ini berarti bahwa pergerakan return saham syariah bergerak secara tidak random. Dari 27 return saham yang di uji run test menunjukkan tidak ada satupun return harian saham syariah yang bergerak secara random. Pergerakan yang tidak acak menunjukkan bahwa return saham periode tertentu masih berhubungan dengan periode sebelumnya. Karena return dalam penelitian ini merupakan actual return yang dihitung dari saham maka jika return saham periode tertentu masih berhubungan dengan periode sebelumnya maka menunjukkan juga harga saham periode tertentu masih dipengaruhi oleh harga saham periode sebelumnya.

Pergerakan harga saham syariah masih bisa diprediksi berdasarkan data harga sebelumnya. Dengan kondisi seperti ini para pelaku pasar mampu menggunakan data historis untuk bisa menghasilkan abnormal return. Jika ada abnormal return artinya actual return berbeda dengan expected return. Abnormal return yang tinggi menunjukkan perbedaan yang tinggi antara actual return dan expected return. Perbedaan ini yang bisa membuat para pelaku investor tidak mendapatkan harga pasar yang wajar. Hal ini disebabkan pada saat investor akan berinvestasi, mereka sudah bisa menetapkan expected return berdasarkan informasi yang relevan terkait saham yang akan mereka pilih. Informasi ini merupakan informasi terbuka yang dipublikasikan. Artinya jika actual return berbeda jauh dengan expected return terindikasikan bahwa ada informasi yang tidak sampai kepada investor. Indikasi lain dengan adanya perbedaan actual return dan expected return ada informasi yang tidak utuh digunakan para investor lain dalam melakukan investasi. Jika melihat dari hasil penelitian harga saham yang terbentuk masih belum mencerminkan harga terdahulu, ini berarti adanya informasi harga terdahulu masih bisa digunakan untuk memprediksi harga saham di masa yang akan datang. Kondisi inilah yang mampu menghasilkan abnormal return.

Jika abnormal return diperoleh para pelaku pasar maka harga saham yang terbentuk bukan merupakan harga pasar saham yang wajar. Dan secara teoritis dengan kondisi dimana harga saham yang akan datang dapat diprediksi oleh harga saham sebelumnya menunjukkan bahwa pasar modal syariah belum efisien dalam bentuk lemah.

## **PENUTUP**

Pasar modal syariah sesuai dengan ketentuan fatwa DSN yang berlaku mengatur salah satunya mengenai mekanisme. Salah satu mekanisme yang diatur adalah terkait harga pasar wajar. Secara teori konsep harga pasar wajar mencerminkan kondisi pasar modal yang efisien. Eugene F. Fama mengkategorikan pasar modal efisien menjadi bentuk efisien lemah, setengah kuat dan kuat. Pasar modal efisien lemah mengatakan bahwa pasar modal efisien jika harga yang tercermin sudah mencerminkan informasi historis. Pengujian pasar modal syariah efisien bentuk lemah dilakukan dengan melakukan pengujian run test untuk melihat apakah pergerakan return saham bergerak secara acak. Berdasarkan hasil pengujian yang menunjukkan bahwa pergerakan return saham bergerak tidak acak, artinya return saham masih dipengaruhi return sebelumnya. Ini juga berarti harga saham yang terbentuk di pasar modal syariah masih dipengaruhi harga saham sebelumnya. Dengan kondisi seperti ini maka disimpulkan bahwa pasar modal syariah belum efisien dalam bentuk lemah.

Dengan kondisi dimana pasar modal syariah tidak efisien dalam bentuk lemah menunjukkan bahwa harga pasar saham syariah belum menunjukkan harga pasar wajar. Diharapkan para regulator baik itu BEI maupun OJK bisa membuat kebijakan dan strategi lainnya untuk membuat pasar modal syariah lebih memenuhi ketentuan syariah yang sudah diatur dalam fatwa DSN No.40/DSN-MUI/X/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ady, Sri Utami, Alvy Mulyaningtyas. *Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia : Studi Kasus Di Bursa Efek Indonesia*. Ekspektra:Jurnal Bisnis dan Manajemen, Volume 1, Nomor 2, Hal 103-122.
- Aldila Vania Jasmine. 2015. “*Reaksi Pasar Atas Stock Split Pada Emiten Saham Syariah Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014*”. JESTT Vol. 2 No. 8. 2015.
- Andrianto, Yanuar, Adrian Rishad Mirza. 2016. *A testing of Efficient Markets Hypothesis in Indonesia Stock Market*. Procedia – Social and Behavioral Sciences 219, Hal 99 -103.
- Bodie, Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus. 2011. *Investments*, Global Edition, New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin. 2011. *Pasar Modal di Indonesia*. Edisi Ketiga. Jakarta : Salemba Empat.
- Dwipayana, I Gusti Ngurah Agung Putra, I Gusti Bagus Wiksuana. 2017. *Pengujian efisiensi Pasar Di Bursa Efek Indonesia*. E-Jurnal Manajemen Unud, Vol.6, No.4.
- Firga Yanti. 2012. “*Pengujian Abnormal Return Saham Sebelum Dan Sesudah Peluncuran Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)*”. Jurnal Manajemen. Vol 1. No 1.
- Filbert, Ryan. 2017. *The Secret of Stock Market In A Century: Revealing How Easy To Get Profit In A Century*. PT.Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Firmansyah, Egi Arvian. 2017. *Seleksi Saham Syariah: Perbandingan antara Bursa Efek Indonesia dan Malaysia*. Jurnal Inspirasi Bisnis dan Manajemen, Vol.1, (1),
- Heykal, Mohamad. 2012. “*Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah*”. Elex`Media Komputindo, Jakarta. Cetakan Pertama, Jakarta.
- Jogiyanto, Hartono, 2013. “*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*”, BPFE Yogyakarta, Edisi Kedelapan, Yogyakarta.
- Khajar, Ibnu. 2012. “*Efisiensi Pasar Modal Syariah Indonesia Sebelum dan Sesudah Krisis Finansial Global 2008*”. Jurnal Keuangan dan Perbankan Vol 16, No.1, Januari 2012, Hal 66-76.
- Mukmin. 2015. “*Efisiensi Pasar Saham Syariah di Indonesia Berdasarkan Pengumuman Perubahan Komposisi Saham di Jakarta Islamic Index (JII)*”. Jurnal Sosial Humaniora. Vol 6. No 1. 2015.
- Nasution, Yenni Samri Julianti. 2015. “*Hypothesis Pasar Efisien (Pasar Modal Menurut Teori Fama dan Pandangan Islam)*”. Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam, Volume 1, Nomor 1, Maret 2015.

- Oktaviana, Ulfi Kartika dan Nanik Wahyuni. 2011. “*Pengaruh Perubahan Komposisi Jakarta Islamic index (JII) terhadap Return Saham* “. Jurnal el-QUDWAH Vol 1, No.5 Edisi April, 2011.
- Priyatno, Dwi. 2014.” *SPSS 22 : Pengolahan Data Terpraktis* “. ANDI Yogyakarta, Edisi satu, Yogyakarta.
- Rivai, Veithzal, Amiur Nuruddin dan Faisar Ananda 2012. “*Islamic Business and economic Ethics*”. Bumi Aksara Jakarta. Cetakan Pertama, Jakarta.
- Salahuddin, Anwar. *Assesing The Efficiency of Jakarta Islam Index-Linked Investing. Indonesian Capital Market Review*, Vol IV, No.2.
- Sanusi, Anwar. 2011. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Salemba Empat, Jakarta.
- Sunarjanto, N. Agus, L. Adisastra. “*Pengujian Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Terhadap Peristiwa Pengumuman Dividen Tunai Menurun di BEJ*”. Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol.12, No.1, Januari 2008.
- Suryadi Samudera, Muslimin, dan Husnah. 2016. “*Analisis Efisiensi Pasar Modal Pada Indeks Saham Syariah Di Bursa Efek Indonesia*”. Jurnal Katalogis. Vol 4. No 6. 2016.
- Tandelin, Eduardus. 2010. “*Potofolio dan Investasi. Teori dan Aplikasi*”. Kanisius, Edisi Pertama, Yogyakarta.
- Umam, Khaerul, 2013. “*Pasar Modal Syariah*”. Pustaka Setia, Bandung. Cetakan Pertama, Bandung.

<https://finance.yahoo.com/>

<https://idx.co.id/>