
Tinjauan Market Efficiency in the Islamic Capital Market

Faridatun Najiyah dan M. Fahri Bastomi

Universitas Airlangga

Email: najiyahfaridatun@gmail.com dan fahribastomi@gmail.com

Diterima : Juni 2019 ; Dipublikasikan Juni 2019

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana bentuk efisiensi pasar modal secara islami, dalam penelitian ini juga dijelaskan bentuk-bentuk pasar efisiensi. Di Indonesia, indeks saham syariah tercatat pada Jakarta Islamic Index (JII). Saham syariah sendiri adalah saham-saham perusahaan yang sesuai dengan prinsip syariah. Daftar saham syariah secara keseluruhan terdapat dalam Daftar Efek Syariah. Oleh karena itu, dalam penelitian ini membahas bentuk efisiensi pasar pada indeks saham syariah yang tercatat di Jakarta Islamic Indeks.

Kata Kunci: market efficiency, islamic capital market, islamic stocks.

ABSTRACT

The purpose of this study is to find out how the form of Islamic capital market efficiency, in this study also explained the forms of efficiency markets. In Indonesia, Islamic stock indexes are listed on the Jakarta Islamic Index (JII). Sharia stocks are company stocks that comply with sharia principles. The overall list of sharia stocks is in the List of Sharia Securities. Therefore, this study discusses the form of market efficiency in the Islamic stock indexes listed in the Jakarta Islamic Index.

Keywords: Market Efficiency, Islamic Capital Market, Islamic Stocks.

PENDAHULUAN

Fama (1970) merupakan orang yang pertama kali memperkenalkan tentang *Efficiency Market Hypothesis* (EMH). Di dalam keterangannya menjelaskan bahwa pasar efisiensi adalah kondisi dimana suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor, individu, maupun perusahaan akan mampu mendapatkan return yang tidak normal, setelah disesuaikan dengan resiko, dan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Fama mendefinisikan market efficiency.

"*A market in which prices always 'fully respect' available information is called 'efficient'.*" Maksud dari pernyataan tersebut adalah harga-harga yang terjadi di pasar merefleksikan informasi yang ada. Ada tiga informasi menerangkan tentang teori pasar efisien ini. pertama, pasar efisien bentuk lemah (*weak form efficiency*), pasar efisien semi kuat (*semi-strong efficiency*), serta pasar efisiensi kuat (*strong form efficiency*). Teori ini terus berkembang dari masa ke masa.

Smith (1984) menjelaskan setidaknya semenjak tahun 1950 setidaknya ada beberapa teori yang menjadi kerangka dasar dalam membangun teori keuangan modern, diantaranya, *efficient market theory*, *portfolio theory*, *capital asset pricing theory*, dan *agency theory*. Dinyatakannya *efficient market theory* ini sebagai kerangka dasar maka betapa pentingnya teori ini untuk dipelajari dan digunakan untuk menjadi topik utama dalam manajemen keuangan. Penulisan ini akan membahas tentang teori pasar efisiensi dan penerapannya di dalam manajemen keuangan Islam.

TINJAUAN PUSTAKA

Pasar Efisiensi

Pasar yang dimaksud di dalam pasar efisiensi adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang. Maka, pasar efisiensi mengarahkan sejauh mana dan secepat apa informasi dapat mempengaruhi pasar yang tercermin dalam perubahan harga sekuritas. Haugen dalam Gumanti (2002) membagi kelompok informasi menjadi tiga, yaitu pertama, informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*), kedua, semua informasi publik (*all public information*), dan ketiga, semua informasi yang ada termasuk informasi orang dalam (*all available information including inside or private information*).

Khajar (2008) mengatakan pasar modal akan efisien jika peristiwa atau keadaan berikut:

1. Investor yang ada haruslah rasional dan berorientasi pada profit. Para investor ini merupakan *price taker* yang dimana investor itu sendirian tidak dapat mempengaruhi harga sekuritas. Investor secara aktif melakukan analisis, penilaian, serta melakukan perdagangan saham.
2. Informasi yang diberikan membutuhkan biaya yang banyak untuk mendapatkannya serta tersedia secara bebas bagi para pelaku pasar untuk mendapatkannya pada waktu yang sama.
3. Informasi yang dihasilkan dengan pola acak, artinya pengumuman tentang pasar tidak terpengaruh dari pengumuman lainnya.
4. Investor bereaksi dengan dengan cepat dan sepenuhnya atas informasi baru yang menyebabkan harga saham terkoreksi dengan sendirinya.

Sebenarnya untuk memenuhi semua keadaan diatas dengan sempurna sangatlah sulit dilakukan, namun, di era yang telah modern seperti ini keempat keadaan tersebut

setidaknya lebih mudah dilakukan daripada pada masa lampau ketika teori pasar efisien itu sendiri dicetuskan.

Investor akan senantiasa memperhatikan harga pasar. Para investor sendiri terjun langsung dalam kegiatan *trading* saham. Setiap harinya baik investor yang bersifat individu maupun institusional akan memantau terus pergerakan harga saham. Mereka akan berpikir secara matang dengan analisis yang tinggi untuk menentukan waktu yang tepat dalam mengambil keputusan apakah membeli atau menjual.

Di era modern dengan kecanggihan teknologi, kebutuhan informasi tentang pasar sudah tersedia secara bebas. Informasi yang ada dapat didapatkan dengan mudah dan hampir setiap hari terupdate baik itu di media masa maupun media digital. Bahkan, investor dengan mudah akan mendapatkan informasi itu dengan gratis.

Maksud dari informasi diperoleh dalam bentuk acak adalah setiap informasi yang diberikan tidak dapat diprediksi oleh investor sehingga adanya hal-hal yang tidak dapat diprediksi oleh investor sebelumnya mungkin saja terjadi, seperti terjadi bencana alam, adanya pemogokan buruh, kebijakan pemerintah yang tiba-tiba berubah, dan sebagainya.

Bentuk-Bentuk Pasar Efisiensi

Pasar Efisiensi Bentuk Lemah

Khajar (2008) menjelaskan bahwa pasar efisiensi bentuk lemah berarti harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi masa lalu. Bentuk lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang dimana data masa lalu tidak memiliki hubungan dengan nilai sekarang. Maka, untuk menentukan harga sekuritas di dalam pasar bentuk lemah, informasi masa lalu seharusnya sudah tercermin pada harga sekuritas yang berlaku dan harga sekuritas di masa mendatang tidak bisa ditentukan. Untuk menguji bentuk pasar ini, perubahan harga di masa mendatang seharusnya tidak berhubungan dengan harga sekuritas di masa lalu. Di dalam pasar ini pula investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

Ketika sekuritas memiliki harga sebesar Rp. 1.000, maka setiap periode harganya akan naik sebesar 15% dengan kemungkinan 75% atau turun 10% dengan kemungkinan 25%, maka *expected return* yang dapat diharapkan adalah $E(R) = 0,75 (15\%) + 0,25 (10\%) = 8,75\%$.

Angka 8,75% merupakan tingkat pengembalian yang diharapkan, nilai yang sebenarnya tetap saja merupakan nilai acak. Sehingga, dalam hal ini dapat dikatakan bahwa harga sekuritas tetap mengikuti kaedah acak.

Pasar Efisiensi Bentuk Semi Kuat

Khajar (2008) menyatakan bahwa pasar efisiensi bentuk semi kuat berarti harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk yang ada di dalam laporan keuangan, seperti pendapatan, deviden, pengumuman *stock split*, pengembangan produk, kesulitan keuangan, maupun perubahan data-data akuntansi.

Menurut Gumanti (2002) di dalam konsep pasar semi kuat, investor tidak akan mampu untuk memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan strategi yang didasarkan pada informasi yang dipublikasikan. Pengujian atas bentuk semi kuat ini adalah pengujian atas kecepatan harga sekuritas melakukan penyesuaian terhadap informasi baru di pasar modal, dimana bentuk semi kuat terjadi jika investor tidak bisa memperoleh return di atas normal secara konsisten setelah pengumuman informasi tersebut.

Pasar Efisiensi Bentuk Kuat

Pasar dapat dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi privat. Jadi, dalam hal ini, bentuk kuat mencakup semua informasi historis yang relevan dan juga informasi yang ada di publik yang relevan, disamping juga informasi yang hanya diketahui oleh beberapa pihak saja, misalnya manajemen perusahaan, direksi, dan kreditur.

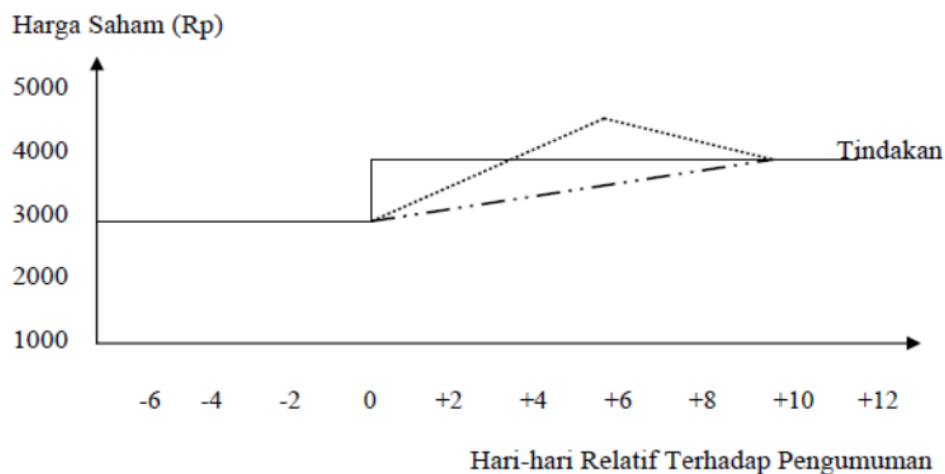
Khajar (2008) menjelaskan bahwa pengujian pasar bentuk kuat dilakukan dengan cara menganalisis prestasi berbagai portfolio yang dikelola oleh kelompok-kelompok yang mungkin mempunyai informasi khusus. Berbagai portfolio yang dikelola secara professional dibandingkan dengan pasar secara keseluruhan, kemudian portfolio tersebut dianalisis apakah memberikan keuntungan yang lebih besar dari pasar keseluruhan. Apabila portfolio-portfolio tersebut lebih baik dan hal ini berlangsung terus menerus, maka dikatakan pasar tidak efisien dalam bentuk kuat.

Semua Informasi Ada	Data Publik, Pribadi, juga Harga Masa Lalu	Data Publik, Private, tapi Bukan masa lalu	Hanya Data Pribadi	Tidak
---------------------	--	--	--------------------	-------

Tidak Efisien	Efisien Lemah	Efisien Semi Kuat	Efisien Kuat	Efisien Sempurna
---------------	---------------	-------------------	--------------	------------------

Reaksi Harga Saham Terhadap Informasi Baru

Suatu pasar dapat dikatakan efisien jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia.



Reaksi pasar saham dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Jika pasar adalah efisien, harga saham harus bereaksi secepat mungkin terhadap informasi yang ada. Situasi pertama menggambarkan reaksi harga efisien dengan

- terdapat satu peningkatan yang sekaligus dalam harga saham Rp 3.000,- menjadi Rp 4.000 pada hari informasi tersebut diterima yaitu pada waktu "0".
2. Situasi kedua menggambarkan reaksi harga saham dalam pasar tidak efisien dengan terwujudnya tenggang waktu selama 10 hari setelah informasi itu diterima. Pada saat ini harga saham berangsur-angsur naik hingga ke angka Rp 4.000.
 3. Situasi ketiga menggambarkan dimana investor begitu optimis pada informasi terhadap harga saham. Mereka bahkan memperkirakan harga saham akan mampu lebih tinggi dari Rp 4.000. Apabila prediksi mereka tidak terwujud maka mereka akan menjual saham tersebut.

Pengujian Efisiensi Pasar

Dyckman dalam Gumanti (2002) menjelaskan bahwa pengujian pasar efisien dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu pengujian berbasis non-akuntansi dan pengujian berbasis informasi akuntansi. Morse dan Dale menyatakan bahwa hingga tahun 1980-an, di Amerika Serikat masih tergolong ke dalam pasar efisiensi bentuk lemah. Hal tersebut dibuktikan dengan menggunakan berbagai macam pengujian dan tidak ada yang mampu menghasilkan *abnormal returns*. Di dalam pasar bentuk lemah ada empat strategi pengujian, yaitu: *serial correlation tests*, *filter rule test*, *cyclical tests*, dan *volatility test*.

Pada pengujian bentuk efisiensi semi kuat, *abnormal return* jangka panjang dapat diperoleh setelah informasi tentang suatu peristiwa terjadi di pasar, serta *abnormal returns* terkait dengan sifat atau karakteristik dari perusahaan. Di dalam menguji pasar efisien bentuk semi kuat dapat menggunakan strategi pengujian, seperti *stock split*, *block trades*, *macroeconomic factors*, *second-hand information*, dan *exchange market information*.

Terkait dengan hasil pengujian pasar efisien bentuk kuat tergambar pada harga yang terbentuk di pasar sepertinya konsisten dengan anggapan bahwa penggunaan informasi dari orang dalam jauh sebelum adanya informasi resmi. Dengan kata lain, investor melakukan kegiatan jual-beli saham sebelum adanya informasi resmi dipublikasikan. Pada pasar efisien bentuk kuat ada tiga dasar pengujian, yaitu *test of mutual fund investment*, *trading by insider*, dan *using price changes and trading volume to make inferences about the use of private information*.

Etika Pasar Modal dalam Islam

Obaidullah (2015) menjelaskan jika di dalam studi-studi pada etika pasar saham terfokus pada hak-hak para investor. Etika diartikan dengan hak atas persamaan kesempatan, dimana semua pihak di dalam pasar berhak setara di dalam memperoleh informasi yang relevan untuk penilaian aset. Etika yang mengidentifikasi keadilan itu terbagi kepada tujuh kelas keadilan, yaitu:

1. Kebebasan dari pemaksaan
Kebebasan ini menyiratkan bahwa investor mempunyai hak untuk tidak dipaksa dalam melakukan transaksi. Transaksi itu dinilai adil ketika terjadi kebebasan kehendak pada semua pihak yang melakukan transaksi atau kontrak. Dimensi lain dari transaksi ini adalah tidak adanya pencegahan untuk melakukan transaksi. Kebebasan ini juga menunjukkan kebebasan untuk mencari informasi, dan pada saat bersamaan, tidak dipaksa untuk membuat informasi-informasi rahasia yang spesifik.
2. Kebebasan dari kekeliruan representasi
Kebebasan ini menyiratkan bahwa semua investor berhak untuk mengandalkan informasi yang didapat secara sukarela diungkapkan sebagai sesuatu yang benar.

3. Hak atas informasi yang sama
Hak ini menyiratkan tentang kesamaan informasi yang didapat oleh investor. Apabila ada pihak yang memiliki informasi yang spesifik dan bernilai, ia harus menginformasikannya kepada yang lainnya. Contoh, pada saat IPO, promotor mungkin terpaksa harus mengungkapkan semua informasi yang relevan tentang nilai yang mereka ketahui. Informasi tersebut harus tersampaikan ke dalam pasar. Demikian pula, informasi dengan akses istimewa dicegah mengungkapan informasinya di dalam transaksi.
4. Hak atas pemrosesan informasi yang sama.
Hak pada investor ini tidak hanya persamaan pada akses informasi tetapi juga pada tingkat kompetensi pada kemampuan memproses informasi dan perlindungan terhadap kesalahan kognitif.
5. Kebebasan dari dorongan
Hak ini memberikan perlindungan dari kontrol diri yang tidak sempurna pada investor. Dengan adanya hak ini maka investor akan dipastikan untuk dicegah melakukan kesalahan yang dapat membahayakan dirinya.
6. Hak perdagangan dengan harga yang efisien
Hak ini memberi hak kepada semua investor untuk berdagang dengan harga yang mereka anggap efisien atau benar. Alternatifnya adalah membiarkan harga disesuaikan dengan jumlah apapun yang diperlukan untuk menyamakan penawaran dan permintaan oleh investor, bahkan jika proses ini menciptakan volatilitas yang berlebihan.
7. Hak atas kekuatan perundingan yang sama
Hak ini memberikan hak kepada semua investor yang sama pada negosiasi yang mengarah pada transaksi. Kekuatan perundingan yang tidak sama dapat terjadi bila salah satu pihak memiliki kekurangan dalam memproses informasi atau memiliki kontrol diri yang tidak sempurna.

Pasar Efisiensi dalam Islamic Market

Di Indonesia indeks saham syariah tercatat pada Jakarta Islamic Index (JII). Saham syariah sendiri adalah saham-saham perusahaan yang sesuai dengan prinsip syariah. Daftar saham syariah secara keseluruhan terdapat dalam Daftar Efek Syariah. Sedangkan dalam prinsip syariah penyertaan modal dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah.

Nasution (2015) menjelaskan bentuk ideal dari pasar modal syariah dapat dicapai dengan empat pilar, yaitu:

1. Emiten dan efek yang diterbitkan didorong untuk memenuhi kaedah syariah, keadilan, dan transparansi.
2. Pelaku pasar (investor) harus memiliki pemahaman yang baik tentang ketentuan muamalah, manfaat, dan resiko transaksi di pasar modal.
3. Infrastruktur informasi bursa efek yang jujur, transparan, dan tepat waktu yang merata di publik yang ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar.
4. Pengawasan dan penegakan hukum oleh otoritas pasar modal dapat diselenggarakan dengan adil, efisien, dan efektif.

Indeks saham pada pasar modal syariah di dalam bursa efek Indonesia merupakan pasar modal efisien bentuk semi kuat, dimana hal itu ditunjukkan oleh tidak adanya kelompok investor yang mampu memperoleh *abnormal return* signifikan secara konsisten dan dalam waktu yang lama.

KESIMPULAN

Berdasarkan pembahasan diatas, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sahamnya merefleksikan informasi yang telah terdistribusikan secara sempurna kepada seluruh pelaku pasar dimana tidak ada investor yang dapat meraih *abnormal return* signifikan secara konsisten dan dalam waktu yang panjang.
2. Bentuk pasar efisien ada tiga, yaitu pasar efisien bentuk lemah, pasar efisien bentuk semi kuat dan pasar efisiensi bentuk kuat.
3. Di Indonesia, indeks saham syariah tercatat di dalam Jakarta Islamic Index (JII). Indeks saham syariah tersebut merupakan pasar modal efisien bentuk semi kuat.

DAFTAR PUSTAKA

- Fama, F, Eugene. 1970. Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2.
- Gumanti, 2002. Tatang Ari dan Elok Sri Utami. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 4, No. 1.
- Khajar, Ibnu. 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* Vol. 1, No. 3.
- Lee, Charles. 2000. Market Efficiency and Accounting Market. *Journal of Accounting and Economics*.
- Nasution, Yenni Samri. 2015. Hypothesis Pasar Efisien/Efficient Market Hypothesis (Pasar Modal Menurut Teori Fama dan Pandangan Islam). *Jurnal Perspektif Ekonomi Darussalam*. Vol. 1. No. 1.
- Obaidullah, Muhammad. . 2015. Ethics and Efficiency in Islamic Stock Market. *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol. 3. No. 2.
- Setianto. 2016. Rahmat Heru dan Turkhan Ali Abdul Manap. Examining the Islamic Stock Market Efficiency: Evidence from Non Linear ESTAR Unit Roots. *Journal Indonesian Capital Market Review*. Vol. VIII. No. 1.
- Smith, Clifford W and Michael C. Jensen. 1984. *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*. New York: McGraw-Hill Inc.