

# PENGARUH PERUBAHAN KOMPOSISI JAKARTA ISLAMIC INDEX TERHADAP RETURN SAHAM

Ulfi Kartika Oktaviana

Nanik Wahyuni

Dosen Fakultas Ekonomi

Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang

## Abstract

*Objective of this study is to test whether the announcement of JII (Jakarta Islamic Index) composition change has information content and thus reacted by market as reflected in average abnormal return (AAR). The information content was tested using event study method to observe abnormal return surrounding JII composition change announcement day. Using data from JII since 2004 through 2010, the result of the study shows that there are abnormal return exist surrounding JII composition change announcement day. AAR is found statistically negative and significant different from zero for stock included-in and stock removed from JII. It indicates that the announcement having an information content. However, there is no significant difference of abnormal return found before and after announcement day. It might be caused by the regular timing of the composition change announcement and information leakage in form of "noise". Thus, Indonesian stock market proves to be inefficient in its semistrong form.*

**Keywords:** *JII composition change, syariah-compliant index, event study, abnormal return, market efficiency*

## A. PENDAHULUAN

Dalam perspektif Islam, kegiatan perdagangan di pasar modal dipersepsikan mengandung unsur spekulasi atau ketidakjelasan (*gharar*), sehingga umat Islam mengalami keraguan untuk berinvestasi di pasar modal. Menjawab kekhawatiran investor muslim mengenai kehalalan berinvestasi di pasar modal, Mukhtamar ke-7 Majma' Fiqh Islami pada tahun 1992 memfatwakan bahwa investasi di pasar modal diperbolehkan selama tidak melanggar syariat Islam (Nurhayati dan Wasilah, 2009:319).

Pasar modal dunia merespon positif fatwa para ulama ini. Diawali dengan diluncurkannya *Dow Jones Islamic Market Index* pada tahun 1999, kini hampir setiap negara memiliki indeks khusus syariah seperti *S & P Japan 500 Shariah* di Jepang, *KLSI (Kuala Lumpur Sharia Index)* di Malaysia, dan *Falcom Shariah Index* di Arab Saudi. Di Indonesia sendiri, indeks khusus syariah (*syariah-compliant index*) dikenal dengan nama JII (*Jakarta Islamic Index*) yang terdiri dari 30 saham

perusahaan yang memenuhi kriteria sesuai syariah. Tidak hanya dilihat dari pelaksanaan operasional bisnisnya, saham perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam JII juga diharuskan memiliki performa baik di pasar modal.

Untuk menjaga konsistensi terkait kesesuaian dengan syariah dan persyaratan pendukungnya, saham-saham yang termasuk dalam JII dikaji ulang setiap 6 (enam) bulan sekali. Saham yang tidak lagi memenuhi kriteria akan dikeluarkan dari indeks dan digantikan oleh saham perusahaan lain yang memenuhi kriteria JII. Perubahan komposisi indeks JII ini kemudian diumumkan kepada publik.

Pengumuman perubahan komposisi indeks telah menjadi objek penelitian di berbagai negara. Umumnya, indeks yang diamati merupakan indeks turunan yang jumlah sahamnya lebih sedikit dari total saham yang *listing* di suatu negara dan mensyaratkan sejumlah kriteria untuk dapat tercatat di indeks tersebut, sebagai contoh, NZSE 10 (*New Zealand Stock Exchange 10*), PSI-20 (*Portuguese Stock Index-20*) dan LQ45 (*Liquid 45*) yang mensyaratkan likuiditas dan frekuensi transaksi, atau KLSI dan JII yang mensyaratkan kesesuaian usaha dengan syariah. Beberapa penelitian seperti yang telah dilakukan oleh Bildik dan Gülay (2001), Bechmann (2002), dan Rahman (2007), menemukan bahwa informasi pengumuman perubahan komposisi indeks memunculkan reaksi dari pelaku pasar modal.

Salah satu pengumuman perubahan komposisi indeks yang terdapat di BEI adalah pengumuman perubahan komposisi JII. Penelitian ini menguji kandungan informasi pengumuman tersebut terhadap aktivitas pasar modal. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi, maka diprediksi pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *return abnormal*.

Reaksi pasar terhadap suatu informasi juga dapat menunjukkan tingkat efisiensi pasar modal. Fama dalam Jogiyanto (2000:353) menyatakan bahwa terdapat 3 (tiga) bentuk efisiensi pasar modal berdasarkan jenis informasi, yaitu bentuk lemah untuk informasi historis, setengah kuat untuk informasi terpublikasi, dan kuat untuk informasi privat

## **B. LANDASAN TEORI**

### **1. Jakarta Islamic Index (JII)**

*Jakarta Islamic Index* (JII) merupakan salah satu indeks yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI). Indeks yang diluncurkan pada 3 Juli 2000 ini ditujukan untuk mengakomodasi para investor yang ingin berinvestasi di pasar modal pada saham yang sesuai dengan syariah. Penerbitan efek syariah telah diatur berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam -

LK Nomor IX.A.13. Untuk menetapkan saham-saham yang masuk dalam perhitungan JII, dilakukan proses seleksi berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam - LK. (Anonim, 2010:12-13). JII terdiri dari 30 (tiga puluh) saham perusahaan yang dianggap memenuhi syarat dan lolos proses seleksi. Dapat dikatakan bahwa JII merupakan indeks turunan dari IHSG karena saham perusahaan yang termasuk dalam JII termasuk juga dalam IHSG.

Jakarta Islamic Index terdiri atas 30 jenis saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syariah Islam. Jakarta Islamic Index dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) dalam mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Melalui indeks diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam Jakarta Islamic Index melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT Danareksa Investment Management. Pengkajian ulang JII dilakukan 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Perusahaan yang mengubah lini bisnisnya menjadi tidak konsisten dengan prinsip syariah akan dikeluarkan dari indeks, diganti oleh saham emiten lain ([www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)). Pengkajian ulang ini kemudian menyebabkan adanya perubahan komposisi JII yang kemudian diumumkan pada publik setiap bulan Januari dan Juni dengan menyertakan keterangan mengenai saham yang baru masuk dalam JII dan yang telah ada di JII pada periode sebelumnya.

Perhitungan JII dilakukan oleh Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan metode perhitungan indeks yang telah ditetapkan Bursa Efek Jakarta, yaitu dengan bobot kapitalisasi pasar (*market cap weighted*). Perhitungan indeks ini juga mencakup penyesuaian-penyesuaian (*adjustment*) akibat berubahnya data emiten yang disebabkan oleh aksi korporasi. ([www.reksadanasyariah.net](http://www.reksadanasyariah.net), 11 oktober 2011., 9.30)

JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.

## **2. Efisiensi Pasar Modal**

Pasar modal merupakan pasar yang dinamis dimana harga-harga saham yang diperdagangkan di dalamnya selalu mengalami perubahan. Perubahan ini dapat disebabkan oleh berbagai hal, seperti adanya informasi baru. Beaver (1989) dalam Jogiyanto (2000:363) menyatakan bahwa secara umum, efisiensi

pasar didefinisikan sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi. Terkait dengan hubungan antara harga saham dengan jenis informasi, Fama (1970) dalam Jogiyanto (2000:353) menyatakan bahwa secara informasi terdapat tiga bentuk efisiensi pasar, yaitu: (1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*); (2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) (3) Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

Brunnenmeier (2005:4) menyatakan bahwa pasar dikatakan tidak efisien jika terjadi kebocoran informasi. Kebocoran informasi dapat berupa *noise* (isu) atau informasi privat yang dibocorkan. Hal ini mengakibatkan adanya sebagian pelaku pasar yang menggunakan informasi tersebut untuk memperoleh *return* abnormal sebelum tanggal pengumuman. Namun, *return* abnormal yang didapatkan sebelum tanggal pengumuman membuat nilai *return* abnormal yang seharusnya didapatkan setelah tanggal pengumuman menurun. Dengan demikian, nilai *return* abnormal menjadi tersebar baik pada sebelum maupun sesudah tanggal pengumuman.

### **3. Teori Mengenai Hubungan Pengumuman Perubahan Komposisi Indeks dengan Pergerakan Harga Saham**

*Signalling Theory* (Teori Sinyal) Teori ini pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence ([www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)) Menurutnya, teori sinyal Dengan memberikan suatu sinyal, pihak pengirim (pemilik informasi) berusaha memberikan potongan informasi relevan yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima. Pihak penerima kemudian akan menyesuaikan perilakunya sesuai dengan pemahamannya terhadap sinyal tersebut. Penggunaan teori ini dalam penelitian terkait pasar modal pertama kali dilakukan oleh Leland dan Pyle pada 1977. Dalam penelitian tersebut, dianalisis peranan sinyal dalam proses IPO (*Initial Price Offering* atau Penawaran Saham Perdana). Perusahaan yang memiliki prospek bagus mengirimkan sinyal yang jelas dan terpercaya kepada pasar pada saat *go public* sehingga mampu memperoleh respon yang baik.

### **4. Information Hypothesis (Hipotesis Informasi)**

Hipotesis informasi menyatakan bahwa pergerakan harga pada saham yang masuk indeks maupun keluar indeks disebabkan adanya kandungan informasi dari perubahan komposisi indeks. Rahman (2007:3) menyatakan bahwa kandungan informasi yang dimaksud dalam hipotesis ini adalah informasi nonpublik yang dimiliki oleh pihak yang menentukan komposisi indeks. Penelitian yang mendukung hipotesis ini adalah Jain (1987) terkait dengan perubahan komposisi indeks *Standard's & Poor 500* (S & P 500). S & P diasumsikan memiliki informasi nonpublik mengenai perusahaan-perusahaan tersebut dan menggunakan informasi tersebut untuk menentukan saham mana

yang layak dipertahankan dalam indeks dan mana yang tidak.

Sementara itu, Duque dan Madeira (2005:6) memaparkan hipotesis informasi dari perspektif yang berbeda. Masuk atau keluarnya suatu saham dari sebuah indeks merupakan informasi baru yang mengindikasikan prospek masa depan dari saham tersebut. Jika saham suatu perusahaan masuk dalam sebuah indeks, perusahaan tersebut akan mendapatkan perhatian yang lebih besar dari pelaku pasar sehingga keterbukaan dan ketersediaan informasi mengenai perusahaan tersebut meningkat. Pada akhirnya, hal ini akan mengurangi risiko investasi akibat kurangnya informasi yang relevan. Hipotesis Pasar Efisien dan Anomali Pasar Modal

Hipotesis informasi menyatakan bahwa pergerakan harga pada saham yang masuk indeks maupun keluar indeks disebabkan adanya kandungan informasi dari perubahan komposisi indeks. Rahman (2007:3) menyatakan bahwa kandungan informasi yang dimaksud dalam hipotesis ini adalah informasi nonpublik yang dimiliki oleh pihak yang menentukan komposisi indeks. Penelitian yang mendukung hipotesis ini adalah Jain (1987) terkait dengan perubahan komposisi indeks *Standard's & Poor 500* (S & P 500). S & P diasumsikan memiliki informasi nonpublik mengenai perusahaan-perusahaan tersebut dan menggunakan informasi tersebut untuk menentukan saham mana yang layak dipertahankan dalam indeks dan mana yang tidak.

Sementara itu, Duque dan Madeira (2005:6) memaparkan hipotesis informasi dari perspektif yang berbeda. Masuk atau keluarnya suatu saham dari sebuah indeks merupakan informasi baru yang mengindikasikan prospek masa depan dari saham tersebut. Jika saham suatu perusahaan masuk dalam sebuah indeks, perusahaan tersebut akan mendapatkan perhatian yang lebih besar dari pelaku pasar sehingga keterbukaan dan ketersediaan informasi mengenai perusahaan tersebut meningkat. Pada akhirnya, hal ini akan mengurangi risiko investasi akibat kurangnya informasi yang relevan. Hipotesis Pasar Efisien dan Anomali Pasar Modal.

## **5. *Selection Criteria Hypothesis* (Hipotesis Kriteria Seleksi)**

Hipotesis ini menekankan pada efek dari kriteria yang ditetapkan untuk masuk dalam suatu indeks. Efek yang muncul dari perubahan komposisi suatu indeks sesungguhnya merupakan efek dari fundamental perusahaan itu sendiri. Saat suatu saham memenuhi kriteria indeks tertentu, hal ini merupakan tanda bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja yang memuaskan (Duque dan Madeira, 2005:7).

Indeks-indeks turunan dari indeks saham gabungan di suatu pasar modal memiliki kriteria tertentu, seperti likuiditas dan kapitalisasi pasar yang besar untuk dapat tergabung dalam LQ45 atau kesesuaian dengan syariah dan

rasio utang terhadap aset yang rendah agar dapat masuk JII. Oleh karena itu, saat saham suatu perusahaan diumumkan memasuki indeks tertentu, hal itu dianggap merupakan tanda bahwa perusahaan layak mendapatkan kepercayaan lebih dari investor. Efek sebaliknya terjadi pada saham yang keluar dari indeks tertentu, yaitu perusahaan tersebut tidak lagi layak untuk mendapatkan kepercayaan lebih dari investor.

#### 6. *Price Pressure Hypothesis* (Hipotesis Tekanan Harga)

Menggunakan hipotesis tekanan harga, pergerakan harga saham disekitar pengumuman perubahan komposisi indeks disebabkan naiknya permintaan sehingga harga saham berada diluar titik kesetimbangannya untuk sementara waktu. Setelah tanggal pengumuman, harga saham akan kembali ke titik kesetimbangannya (Sui, 2003:8).

#### 7. *Event Study* (Studi Peristiwa)

Studi peristiwa adalah sebuah metode penelitian yang digunakan untuk mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang dipublikasikan sebagai sebuah pengumuman. Studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Suatu pengumuman memiliki kandungan informasi, maka pasar diprediksi akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang terpengaruh pengumuman tersebut. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return abnormal*. Jika sebuah pengumuman memiliki kandungan informasi, pengumuman tersebut akan memberikan *return abnormal* kepada pasar. Sebaliknya, bila tidak mengandung informasi pengumuman tidak menimbulkan *return abnormal* kepada pasar (Jogiyanto, 2000:392-393).

#### 8. *Model Perhitungan Return Ekspektasi*

*Return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return realisasi* yang sudah terjadi atau *return ekspektasi* yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi di masa mendatang. *Return realisasi* (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return ekspektasi* (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan diperoleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return realisasi* yang sifatnya sudah terjadi, *return ekspektasi* sifatnya belum terjadi. (Jogiyanto, 2000:107) Untuk mengestimasi *return ekspektasi*, ada tiga model yang dapat digunakan yaitu model estimasi *mean-adjusted model*, *market model*, dan *market adjusted model* (Jogiyanto, 2000:416-422).

Sebagaimana studi yang dilakukan Rahman (2007) model estimasi yang

digunakan adalah model disesuaikan rata-rata (*Mean-Adjusted Model*), model ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Periode estimasi (*estimation period*) merupakan periode sebelum periode sementara periode peristiwa (*event period*) disebut juga periode jendela (*window period*).

## 9. Penelitian Terdahulu

Harris dan Gurel (1986) menguji dampak perubahan komposisi indeks S&P 500 periode 1973-1983 terhadap volume perdagangan dan *excess return* (*return abnormal*). Penelitian ini menemukan bahwa terdapat *return abnormal* dan peningkatan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman perubahan komposisi indeks.

Elayan, Li, dan Pinfold (2000) melakukan penelitian mengenai reaksi pasar modal Selandia Baru terhadap pengumuman perubahan komposisi NZSE-10 dan NZSE-40 pada tahun 1991 sampai 2000. Penelitian ini menemukan bahwa pengumuman tersebut berpengaruh secara signifikan pada *return abnormal* saham.

Bildik dan Gülay (2001) melakukan penelitian mengenai reaksi pasar modal Turki terhadap pengumuman perubahan komposisi ISE-100 dan ISE-30 pada tahun 1995 sampai 2000. Penelitian ini menemukan bahwa pengumuman tersebut berpengaruh secara signifikan pada *return abnormal* dan volume perdagangan saham.

Duque dan Madeira (2004) meneliti pengaruh pengumuman perubahan komposisi PSI-20 di *Euronext Lisbon Stock Exchange* pada 39 perusahaan yang masuk dan keluar indeks tersebut mulai tahun 1996 hingga 2001. Penelitian ini menemukan bahwa terdapat *return abnormal* dan peningkatan volume perdagangan yang signifikan namun perubahan volatilitas yang ditemukan tidak signifikan.

Rahman (2007) menguji reaksi pasar modal Malaysia terhadap pengumuman perubahan komposisi Kuala Lumpur Shariah Index (KLSI) periode 1999-2005 menggunakan *average abnormal return* (AAR). Dengan menggunakan uji-t, ditemukan bahwa pengumuman perubahan komposisi KLSI berpengaruh terhadap AAR.

Hipotesis ini menekankan pada efek dari kriteria yang ditetapkan untuk masuk dalam suatu indeks. Efek yang muncul dari perubahan komposisi suatu indeks sesungguhnya merupakan efek dari fundamental perusahaan itu sendiri. Saat suatu saham memenuhi kriteria indeks tertentu, hal ini merupakan tanda bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja yang memuaskan (Duque dan Madeira, 2005:7).

Indeks-indeks turunan dari indeks saham gabungan di suatu pasar modal memiliki kriteria tertentu, seperti likuiditas dan kapitalisasi pasar yang besar untuk dapat tergabung dalam LQ45 atau kesesuaian dengan syariah dan rasio utang terhadap aset yang rendah agar dapat masuk JII. Oleh karena itu, saat saham suatu perusahaan diumumkan memasuki indeks tertentu, hal itu dianggap merupakan tanda bahwa perusahaan layak mendapatkan kepercayaan lebih dari investor. Efek sebaliknya terjadi pada saham yang keluar dari indeks tertentu, yaitu perusahaan tersebut tidak lagi layak untuk mendapatkan kepercayaan lebih dari investor.

### C. METODE PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah penelitian deduktif, yaitu penelitian yang bertujuan untuk menguji hipotesis melalui validasi teori atau pengujian aplikasi teori pada keadaan tertentu (Indriantoro dan Supomo, 1999:23). Bentuk penelitian yang digunakan adalah studi peristiwa, yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai sebuah pengumuman. Studi peristiwa digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Jogiyanto, 2000:392).

Populasi yang diamati dalam penelitian ini adalah perusahaan yang diumumkan masuk dan keluar JII, sementara sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dan keluar JII pada periode penelitian dan dipilih dengan metode pemilihan sampel bertujuan (*purposive sampling method*). Menggunakan metode pemilihan sampel bertujuan, sampel dipilih dengan kriteria tertentu sesuai yang dikehendaki peneliti (Indriantoro dan Supomo, 1999:131). Adapun jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter, yaitu data yang memuat apa dan kapan suatu kejadian atau peristiwa transaksi, serta siapa yang terlibat dalam suatu kejadian. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder, yaitu data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara yang dipublikasikan dan tidak dipublikasikan (Indriantoro dan Supomo, 1999:146-147). Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi:

1. Nama perusahaan yang dijadikan sampel, dalam hal ini adalah perusahaan yang masuk dan keluar JII selama periode Juni 2004 sampai dengan Desember 2010.
2. Harga saham harian selama periode 7 Januari 2004 sampai dengan 14 Desember 2010.

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan mengumpulkan data, baik berupa data tercetak maupun elektronik.

Data tercetak diperoleh dari dokumen yang ada di Pojok BEI Universitas Brawijaya, seperti *IDX Fact Book*, *IDX Statistics*, serta media publikasi yang memuat informasi terkait. Sementara itu, data elektronik diperoleh dari internet.

Metode analisis statistik yang dipakai dalam penelitian ini adalah metode uji t (*t-test*). Pada hipotesis pertama digunakan uji-t untuk satu sampel untuk melihat perbedaannya dengan parameter yang telah ditetapkan. Sementara itu, pada hipotesis kedua digunakan metode uji beda rata-rata untuk dua sampel berpasangan (*paired sample test*), yaitu metode yang digunakan untuk membandingkan rata-rata dua sampel yang saling berhubungan dalam satu kelompok.

## 1. Pengujian Hipotesis

### a. Pengujian $H_1$

Untuk mengetahui apakah terdapat *return* abnormal di sekitar tanggal pengumuman perubahan komposisi JII, dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung *return* ekspektasi

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

Notasi:

$E$	=	<i>Return</i> ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke t.
$R_{i,j}$	=	<i>return</i> realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j
$T$	=	lamanya periode estimasi, yaitu dari $t_1$ sampai dengan $t_2$

2. Menghitung *return* abnormal

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Notasi:

$AR_{i,t}$	=	<i>return</i> abnormal saham j pada hari ke -t
$R_{i,t}$	=	<i>return</i> aktual saham j pada hari ke -t
$E[R_{i,t}]$	=	<i>return</i> ekspektasi saham j pada hari ke -t

3. Menghitung rata-rata *return* abnormal (AAR) harian tiap-tiap saham selama periode kejadian

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^k AR_{i,t}}{k}$$

Notasi:

- AAR = Rata-rata *return* abnormal sekuritas ke-1 pada hari ke-t  
 $AR_{i,t}$  = *return* abnormal untuk sekuritas ke-1 pada hari ke-t  
 $k_{i,t}$  = Jumlah sekuritas

4. Menghitung kesalahan standar estimasi untuk hari ke -t pada periode peristiwa:

$$KSE_{t,t} = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^k (AR_{i,t} - \overline{AR})^2}{k-1} \cdot \frac{1}{\sqrt{k}}}$$

Notasi:

- KSE = kesalahan standar estimasi untuk hari ke -t di periode peristiwa.  
 $AK_{i,t}$  = *return* abnormal sekuritas j untuk hari ke -t di periode peristiwa  
 $AR_{i,t}$  = rata-rata *return* abnormal k sekuritas untuk hari ke -t di periode peristiwa  
 $k$  = jumlah sekuritas

5. Menghitung *return* abnormal terstandar (*standardized abnormal return*)

$$SAR_{i,t} = \frac{AAR_{i,t}}{KSE_i}$$

Notasi:

- $SAR_{i,t}$  = *Return* abnormal terstandar sekuritasi ke-1 pada hari ke-t pada periode peristiwa

6. Menghitung rata-rata *return* abnormal (AAR) harian selama periode kejadian

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k SAR_{i,t}}{k}$$

Notasi:

- AAR = Rata-rata *return* abnormal pada hari ke-t  
 $\Delta AK_{i,t}$  = *return* abnormal terstandar untuk sekuritas ke-1 pada hari ke-t  
 $k$  = Jumlah sekuritas

7. Merumuskan Hipotesis alternatif ( $H_a$ )

$H_a$ :  $AAR \neq 0$ ; AAR disekitar peristiwa secara signifikan berbeda dengan 0.

8. Menghitung nilai pengujian t (t-hitung)

$$t_h = \frac{\bar{x} - \mu}{S / \sqrt{k}}$$

Notasi:

- $t_h$  = t-hitung untuk masing-masing hari ke-t di periode peristiwa  
 $\bar{x} - \mu$  = rata-rata *return* abnormal untuk hari ke-t di periode peristiwa

- S = standar deviasi
- k = jumlah sekuritas

9. Menentukan tingkat signifikansi 2 arah  $\beta = 5\%$  dengan derajat kebebasan (*degree of freedom;df*) sebesar n-1
10. Menentukan kriteria pengujian hipotesis.

$$H_a: \text{diterima jika } t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}}$$

11. Menarik kesimpulan hasil pengujian hipotesis

**b. Pengujian H<sub>2</sub>**

Untuk mengetahui apakah ada perbedaan *return* abnormal yang signifikan antara sebelum dan setelah pengumuman perubahan komposisi JII, dilakukan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Menghitung rata-rata *return* abnormal (AAR) pada hari-hari sebelum dan sesudah tanggal pengumuman.

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^k SAR_{i,t}}{k}$$

Notasi:

- AAR = Rata-rata *return* abnormal pada hari ke-t
- SAR<sup>t</sup><sub>i,t</sub> = *return* abnormal terstandar untuk sekuritas ke-l pada hari ke-t
- k = Jumlah sekuritas

2. Menghitung deviasi standar rata-rata *return* sebelum tanggal pengumuman.

$$\sigma \text{ sebelum} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-7}^{t=-1} (AR_{\text{sebelum}} - \overline{AR_{\text{sebelum}}})^2}{7-1}}$$

3. Menghitung deviasi standar rata-rata *return* setelah tanggal pengumuman.

$$\sigma \text{ setelah} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+7} (AR_{\text{setelah}} - \overline{AR_{\text{setelah}}})^2}{7-1}}$$

4. Membuat formulasi hipotesis.

Ha :  $\overline{AAR}_{N,sebelum} \neq \overline{AAR}_{N,sebelum}$  : Terdapat perbedaan rata-rata *return* abnormal yang signifikan antara sebelum dan setelah pengumuman perubahan komposisi JII.

5. Menghitung nilai pengujian t (t-hitung).

$$t_h = \frac{\overline{AR}_{setelah} - \overline{AR}_{sebelum}}{\sqrt{\frac{(na-1)\sigma_{AR_{setelah}}^2 + (nb-1)\sigma_{A_{sebelum}}^2}{na+nb-2}} \sqrt{\frac{1}{na} + \frac{1}{nb}}}$$

Notasi:

na = jumlah hari setelah terjadinya pengumuman = 7

nb = jumlah hari sebelum terjadinya pengumuman = 7

6. Menentukan tingkat signifikansi 2 arah  $\beta = 5\%$  dengan derajat kebebasan (*degree of freedom;df*) sebesar  $n - 1 = 6$ .

7. Menentukan kriteria pengujian hipotesis.

Ha : diterima jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$

8. Membuat kesimpulan hasil pengujian.

## D. HASIL PENELITIAN

Penelitian ini menguji pengaruh pengumuman perubahan komposisi JII, yaitu pengumuman mengenai saham-saham yang termasuk dalam JII dengan keterangan mengenai saham yang baru masuk dalam periode tersebut dan saham yang telah ada di JII periode sebelumnya, terhadap *return* abnormal mulai periode Juni 2004 sampai dengan Desember 2010. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengkaji apakah pasar bereaksi terhadap pengumuman perubahan komposisi JII yang diukur menggunakan rata-rata *return* abnormal di sekitar tanggal pengumuman perubahan komposisi JII.

### 1. Analisis Data dan Pengujian Hipotesis

Alat analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah uji-t (*t-test*). Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat *return* abnormal dan perbedaan *return* abnormal di sekitar tanggal pengumuman perubahan komposisi JII. Hipotesis diuji dengan menganalisis data harga dan volume perdagangan yang diperoleh dari *Yahoo!Finance* dan *Pojok BEJ Universitas Muhammadiyah Malang*. Dari data yang telah diperoleh,

hasil pengolahan data dapat dilihat pada lampiran.

**a. Pengujian  $H_1$**

$H_1$  membahas mengenai adanya *return* abnormal saham yang masuk dan keluar JII sebelum dan sesudah tanggal pengumuman perubahan komposisi JII. *Return* abnormal merupakan selisih antara *return* realisasi dengan *return* ekspektasi. Dalam pengujian hipotesis ini, *return* abnormal dinyatakan dengan rata-rata *return* abnormal (AAR). AAR saham yang masuk JII diperoleh dari rata-rata *return* abnormal 71 perusahaan yang masuk dalam JII diakumulasi kemudian dirata-rata. Sementara itu, AAR saham yang keluar JII diperoleh dari akumulasi rata-rata *return* abnormal 59 perusahaan yang kemudian dirata-rata sehingga menghasilkan AAR per hari seperti yang tertera dalam tabel 4.1

**Tabel 1.1 AAR Saham yang Masuk dan Keluar JII**

Hari ke-	AAR <sub>masuk</sub>	AAR <sub>keluar</sub>
-7	0.0580016	0.157478189
-6	0.3566146	0.334862933
-5	-0.1100368	-0.325969577
-4	-0.0227336	-0.102593913
-3	0.0665069	-0.023719806
-2	-0.1066977	-0.320673428
-1	0.4204974	-0.762576731
<b>0</b>	<b>0.2059135</b>	<b>0.056118387</b>
1	0.2707543	0.206488999
2	0.1626069	-0.118836529
3	0.2489949	0.392788348
4	0.6190147	0.351618416
5	-0.1262019	0.149163705
6	0.3359078	0.496048181
7	-0.0425381	0.103586605

Sumber: data diolah

Dari tabel diatas, dapat diamati bahwa AAR tertinggi untuk saham yang masuk JII dicapai pada t+4 sebesar 0,6190147 sementara AAR tertinggi untuk saham yang keluar dari JII dicapai pada t+6 sebesar 0,496048181 sementara itu, titik terendah AAR saham yang masuk JII dicapai pada t+5 sebesar -0,1262019 sementara AAR terendah saham yang keluar dari JII berada pada t-1 sebesar -0,762576731

Pengujian  $H_1$  secara statistik dilakukan dengan menggunakan uji-t. Pengujian ini dilakukan untuk mengkaji apakah AAR saham secara signifikan tidak sama dengan nol. Tabel 4.2 menyajikan hasil pengujian statistik untuk saham yang masuk JII sementara tabel 4.3 menyajikan hasil untuk saham yang keluar dari JII.

**Tabel 1.2 Hasil Pengujian Statistik Untuk Saham yang Masuk JII**

	n	AAR	t-statistic	% positive return
t-7	71	0,10324668	0,79782338	40,00%
t-6	71	0,18159430	1,60173654	45,71%
t-5	71	-0,17223361	-1,81686155	38,57%
t-4	71	-0,04343650	-0,44085092	35,71%
t-3	71	0,12769020	1,64668629	47,14%
t-2	71	-0,11182452	-1,16321818	38,57%
t-1	71	0,14418471	1,25775672	38,57%
t	71	0,13620596	1,40488230	47,14%
t+1	71	-0,05965532	-0,68142513	40,00%
t+2	71	-0,06944855	-0,56739662	28,57%
t+3	71	0,05282439	0,60823011	37,14%
t+4	71	0,46027369	3,77942639	58,57%
t+5	71	-0,13990306	-1,15140467	31,43%
t+6	71	0,09076605	0,98240311	42,86%
t+7	71	-0,10727912	-1,23316095	31,43%

Keterangan: Uji-t didasarkan pada hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa rata-rata return abnormal adalah tidak sama dengan nol.  
 \*Signifikan pada level 5% ( $t > 1.960$  untuk pengujian dua sisi)

Sumber: data diolah

**Tabel 1.3 Hasil Pengujian Statistik Untuk Saham yang Keluar JII**

	N	AAR	t-statistic	% positive return
-7	59	0,312731911	1,725853582	41,18%
-6	59	0,523027455	2,785514688	50,98%
-5	59	-0,379858464	-2,917499035	29,41%
-4	59	-0,670361963	-4,609637544	49,02%
-3	59	0,098745109	0,791849927	47,06%
-2	59	-0,183425339	-1,908914559	37,25%
-1	59	0,06720441	0,930302771	54,90%
0	59	0,151831474	1,431738194	56,86%

1	59	0,104468047	1,105541591	47,06%
2	59	-0,196769058	-1,512532646	39,22%
3	59	0,556960877	2,817225388	78,43%
4	59	0,368554632	3,171519631	60,78%
5	59	-0,023989173	-0,201547782	50,98%
6	59	0,485573883	2,563735734	56,86%
7	59	0,152639479	1,186046336	41,18%
Keterangan: Uji-t didasarkan pada hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa rata-rata return abnormal adalah tidak sama dengan nol. Signifikan pada level 5% ( $t > 2.021$ untuk pengujian dua sisi)				

Sumber: data diolah

Untuk saham yang masuk dalam JII, AAR yang bernilai positif dan signifikan berbeda dari 0 terdapat pada t-6, t-1, t+1, t+3, t+4, t+6 Sementara itu untuk saham yang keluar dari JII, AAR yang bernilai positif dan signifikan berbeda dari 0 hanya terdapat pada t+4, dan t+6.

## b. Pengujian $H_2$

$H_2$  membahas mengenai perbedaan rata-rata *return* abnormal saham yang masuk dalam JII sebelum dan sesudah tanggal pengumuman perubahan komposisi JII. Dalam pengujian hipotesis ini, *return* abnormal dinyatakan dengan rata-rata *return* abnormal seluruh perusahaan yang masuk dalam JII secara agregat. Rata-rata *return* abnormal 71 perusahaan yang masuk dalam JII dijumlahkan kemudian dirata-rata sehingga menghasilkan rata-rata *return* abnormal per hari seperti yang tertera dalam tabel 1.1

**Tabel 1.4 Rata-Rata *Return* Abnormal Saham yang Masuk JII**

	AAR <sub>sebelum</sub>		AAR <sub>setelah</sub>
t-7	0,10324668	t+1	-0,05965532
t-6	0,18159430	t+2	-0,06944855
t-5	-0,17223361	t+3	0,05282439
t-4	-0,04343650	t+4	0,46027369
t-3	0,12769020	t+5	-0,13990306
t-2	-0,11182452	t+6	0,09076605
t-1	0,14418471	t+7	-0,10727912

Sumber: data diolah

Rata-rata *return* abnormal saham yang masuk JII secara umum bernilai positif, kecuali pada t+5 yang bernilai -0.1547534 dan t+7 senilai -0,0425381.

Sementara itu, nilai rata-rata *return* abnormal saham tertinggi dicapai pada t+4, yaitu senilai 0.6190147. Rata-rata *return* abnormal saham sebelum tanggal pengumuman bergerak secara fluktuatif, kemudian naik pada t-1 sampai t+4.

Untuk mengkaji adanya perbedaan rata-rata *return* abnormal saham yang masuk JII sebelum dan sesudah tanggal pengumuman, dilakukan uji-t sampel berpasangan dengan tingkat signifikansi 5%. Hasil pengujian dengan menggunakan SPSS 17.0 adalah sebagai berikut.

**Tabel 1.5 Uji-t Sampel Berpasangan - Saham yang Masuk JII**

	Pair-1
	Sebelum-Sesudah
Paired difference Mean	-0.1151980
Standard deviation	0.40377209
Standard error mean	0.15261151
95% Confidence interval Upper of the difference	0.2582289
Lower	-0.4886249
t	-0.755
df	6
sig. (2-tailed)	0.479

Sumber: data diolah

Dari tabel 1.5, dapat dilihat bahwa uji-t sampel berpasangan terhadap rata-rata *return* abnormal saham menghasilkan nilai mean -0.1151980 yang masih berada di batas wilayah kurva penerimaan dimana batas atas kurva adalah 0.2582289 dan batas bawah -0.4886249. Nilai  $t_{hitung}$  yang diperoleh sebesar -0,755 lebih kecil dari  $t_{tabel}$  sehingga  $H_0$  ditolak. Dengan demikian, tidak ada perbedaan signifikan rata-rata *return* abnormal saham yang masuk JII antara sebelum dan sesudah tanggal pengumuman perubahan komposisi JII.

Sementara itu, hipotesis II juga diuji dengan mengukur perbedaan rata-rata *return* abnormal saham yang keluar dari JII sebelum dan sesudah tanggal pengumuman perubahan komposisi JII. Rata-rata *return* abnormal 59 perusahaan yang masuk dalam JII dijumlahkan kemudian dirata-rata sehingga menghasilkan rata-rata *return* abnormal per hari seperti yang tertera dalam tabel 1.6

**Tabel 1.6 Rata-Rata *Return* Abnormal Saham yang Keluar JII**

	AAR <sub>sebelum</sub>		AAR <sub>setelah</sub>
t-7	0,312731911	t+1	0,104468047
t-6	0,523027455	t+2	-0,19676906
t-5	-0,379858464	t+3	0,556960877
t-4	-0,670361963	t+4	0,368554632
t-3	0,098745109	t+5	-0,02398917
t-2	-0,183425339	t+6	0,485573883
t-1	0,06720441	t+7	0,152639479

Sumber: Lampiran 3 dan 4 yang diolah

Rata-rata *return* abnormal saham yang keluar dari JII berada di titik terendah pada t-1, yaitu sebesar -0.762576731. Sementara itu, nilai rata-rata *return* abnormal saham tertinggi dicapai pada t+6, yaitu senilai 0.496048181. Rata-rata *return* abnormal saham sebelum tanggal pengumuman bergerak secara fluktuatif, dimana *return* abnormal mencapai titik terendah pada t-1 kemudian naik kembali hingga t+1. kemudian, pada t+2 rata-rata *return* abnormal saham kembali naik dan mencapai titik tertinggi pada t+6.

Untuk mengkaji adanya perbedaan rata-rata *return* abnormal saham yang keluar dari JII sebelum dan sesudah tanggal pengumuman, dilakukan uji-t sampel berpasangan dengan tingkat signifikansi 5%. Hasil pengujian dengan menggunakan SPSS 17.0 adalah sebagai berikut.

**Tabel 1.7 Uji-t Sampel Berpasangan - Saham yang Keluar JII**

	Pair-1
	Sebelum-Sesudah
Paired difference Mean	-0.3748643
Standard deviation	0.48212485
Standard error mean	0.18222606
95% Confidence interval Upper of the difference	0.0710268
Lower	-0.8207554
t	-2.057
df	6
sig. (2-tailed)	0.085

Sumber: data diolah

Dari tabel 1.7, dapat dilihat bahwa uji-t sampel berpasangan terhadap rata-rata *return* abnormal saham menghasilkan nilai mean -0.3748643 yang masih berada di batas wilayah kurva penerimaan dimana batas atas kurva adalah

0.0710268 dan batas bawah -0.8207554. Nilai  $t_{hitung}$  yang diperoleh sebesar -2.057 lebih kecil dari  $t_{tabel}$  sehingga  $H_0$  ditolak. Dengan demikian, tidak ada perbedaan signifikan rata-rata *return* abnormal saham yang keluar JII antara sebelum dan sesudah tanggal pengumuman perubahan komposisi JII.

## 2. Pembahasan

Dari hasil pengujian  $H_1$  mengenai ada tidaknya *return* abnormal di sekitar peristiwa pengumuman perubahan komposisi JII, terlihat bahwa terdapat rata-rata *return* abnormal (AAR) bernilai positif dan signifikan secara statistik untuk saham yang masuk dan keluar JII. Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi terhadap peristiwa pengumuman perubahan komposisi JII. Dengan kata lain, peristiwa pengumuman perubahan komposisi JII dipersepsikan memiliki kandungan informasi oleh pelaku pasar modal. Hasil dari penelitian ini mendukung hipotesis kriteria seleksi, dimana pelaku pasar mengetahui secara jelas persyaratan untuk masuk dalam suatu indeks dan menganggap saham yang masuk dalam suatu indeks layak mendapat kepercayaan lebih. Mengingat bahwa JII merupakan indeks yang mensyaratkan kesesuaian usaha dengan prinsip syariah, likuiditas dan fundamental yang baik dari perusahaan, dan hanya terdiri dari 30 (tiga puluh) saham, pelaku pasar memberikan kepercayaan lebih terhadap saham yang masuk dalam JII.

Pengujian  $H_2$  menunjukkan bahwa meskipun arah pengujian sesuai prediksi, tidak terdapat perbedaan *return* abnormal yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman baik untuk saham yang masuk maupun keluar JII. Tidak signifikannya perbedaan *return* abnormal tersebut mungkin disebabkan karena telah didapati *return* abnormal sebelum tanggal pengumuman sehingga sebaran nilai *return* abnormal menjadi lebih luas.

Hal ini sesuai dengan pendapat Brunnenmeier (2005:4) yang menyatakan bahwa pasar dikatakan tidak efisien jika terjadi kebocoran informasi. Kebocoran informasi dapat berupa *noise* (isu) atau informasi privat yang dibocorkan. Hal ini mengakibatkan adanya sebagian pelaku pasar yang menggunakan informasi tersebut untuk memperoleh *return* abnormal sebelum tanggal pengumuman. Namun, *return* abnormal yang didapatkan sebelum tanggal pengumuman membuat nilai *return* abnormal yang seharusnya didapatkan setelah tanggal pengumuman menurun.

Dengan sifat dari pengumuman perubahan komposisi JII yang periodik, yaitu 6 (enam) bulan sekali, pengumuman ini telah diantisipasi oleh pelaku pasar sehingga terdapat kemungkinan bahwa terjadi kebocoran informasi berupa *noise* (isu) yang ditindaklanjuti oleh pelaku pasar sebelum perubahan komposisi JII diumumkan. Seharusnya, pelaku pasar menunjukkan reaksinya terhadap suatu pengumuman setelah pengumuman tersebut dipublikasikan.

Namun, yang terjadi adalah pasar telah bereaksi sebelum pengumuman tersebut dipublikasikan sehingga reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan komposisi JII dapat dinyatakan tidak tepat. Hasil penelitian ini juga mengindikasikan bahwa pasar modal Indonesia bersifat tidak efisien dalam bentuk setengah kuat.

#### E. KESIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil penelitian ini dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat *return* abnormal positif dan signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman perubahan komposisi JII. Hal ini menunjukkan adanya kandungan informasi dari peristiwa pengumuman perubahan komposisi JII.
2. Tidak terdapat perbedaan rata-rata *return* abnormal (AAR) antara sebelum dan sesudah pengumuman perubahan komposisi JII, baik bagi saham yang masuk maupun keluar JII. Hal ini dikarenakan telah didapatinya *return* abnormal sebelum tanggal pengumuman sehingga sebaran nilai *return* abnormal menjadi lebih luas.

Bagi penelitian yang sejenis di masa depan, sebaiknya memperhatikan hal-hal sebagai berikut :

1. Pertimbangkan karakteristik pasar yang hendak diteliti untuk menentukan lamanya periode pengamatan sehingga panjangnya periode pengamatan yang digunakan menunjukkan secara akurat kondisi dari objek yang diteliti.
2. Pergunakan metode penghitung *return* ekspektasi yang sesuai dengan penelitian yang hendak dilakukan sehingga nilai *return* abnormal yang diperoleh menunjukkan secara akurat kondisi dari objek yang diteliti.
3. Pergunakan indikator lain untuk menguji efisiensi pasar modal sehingga hasil penelitian yang diperoleh dapat lebih kuat.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdallah, et.al, 2009. *Shariah-Compliant Funds: A Whole New World of Investment*. (Online), (<http://www.pwc.com>), diakses tanggal 28 Maret 2010
- Anonim. 2004. *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*. (Online), (<http://www.bapepam.go.id>), diakses tanggal 11 Maret 2010
- Anonim. 2009. *IDX Statistics 2009*. (Online), (<http://www.idx.co.id>), diakses tanggal 28 Maret 2010
- Anonim. 2010. *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia 2010*. (Online), (<http://www.idx.co.id>), diakses tanggal 30 April 2010
- Anonim. 2011. *Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. (Online) ([www.economy.okezone.co.id](http://www.economy.okezone.co.id)), diakses tanggal 11 Oktober 2011 jam 11.20.
- Anonym. 2011. *Jakarta Islamic Index (JII)*. (online), ([www.reksadanasyariah.net](http://www.reksadanasyariah.net)), 11 oktober 2011., 9.30
- Anonim. 2010. *Signalling (economics)*. (Online), (<http://www.wikipedia.com>), diakses tanggal 10 Maret 2010
- Bechmann, Ken L. 2002. *Price and Volume Effects Associated with Changes in the Danish Blue-Chip Index - The KFX Index*. (Online), (<http://www.ssrn.com>), diakses tanggal 9 Maret 2010.
- Bildik, Recep dan Gülay, Güzhan. 2001. *Effects of Changes in Index Composition on Stock Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange*. (Online), (<http://www.ssrn.com>), diakses tanggal 9 Maret 2010
- Brunnenmeier, Markus. 2005. *Information Leakage and Market Efficiency*. (Online), (<http://www.princeton.edu>), diakses tanggal 6 Mei 2010
- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendy M. 2001. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat
- Duque, João dan Madeira, Gustavo. 2004. *Effects Associated with Index Composition Changes: Evidence from Euronext Lisbon Stock Exchange*. (Online), (<http://www.ssrn.com>), diakses tanggal 9 Maret 2010.
- Elayan, Fayez., Li, Wenjie., dan Pinfold, John. 2000. *Price Effects of Changes to the Composition of New Zealand Share Indices*. (Online), (<http://www.ssrn.com>), diakses tanggal 9 Maret 2010.
- Fama, E.F., (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory & Empirical Work*. *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2.
- Gunawan, Hendra dan Rahmawati, Intan. 2007. *Yang Halal Yang Menguntungkan*. (Online), (<http://www.majalahtrust.com>), diakses tanggal 28 Maret 2010
- Hartono, Jogiyanto, (2005), *Pasar Efisien secara Keputusan*, Jakarta : Gramedia. Harris, Lawrence dan Gurel, Eitan. 1986. *Price and Volume Effects Associated with*

*Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures.* (Online), (<http://www.standardandpoors.com>), diakses tanggal 11 Maret 2010

- Husnan, Suad. 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Indriantoro, Nur dan Supomo, Bambang. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE Ngapon. 2005. *Semarak Pasar Modal Syariah*. (Online), (<http://www.bapepam.go.id>), diakses tanggal 28 Maret 2010
- Nurhayati, Sri dan Wasilah. 2009. *Akuntansi Syariah di Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat
- Rahman, Aulia Fuad. 2007. Market Reaction of Stocks Included-in and Removed- from Shariah Index: The Case of Kuala Lumpur Shariah Index. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Vol 6 No. 2*. (Online), (<http://www.fe.uns.ac.id>), diakses tanggal 11 Maret 2010
- Singal, Vijay, (2003), *Beyond the Random Walk: A Guide to Stock Market Anomalies and Low-Risk Investing*, New York: Oxford Universty Press.
- Suharyadi dan Purwanto, S. K. 2004. *Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern*. Jakarta: Salemba Empat
- Sui, Libo. 2003. *The Addition and Deletion Effects of the Standard & Poor's 500 Index and Its Dynamic Evolvment from 1990 to 2002: Demand Curves, Market Efficiency, Information, Volume and Return*. (Online), (<http://www.ssrn.com>), diakses tanggal 20 April 2010.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE
- Widjoatmodjo, Sawidji. 1996. *Cara Sehat Berinvestasi di Pasar Modal*. Jakarta: Jurnalindo Aksara Grafika