

Reaksi Pasar Terhadap *Reentry* Perusahaan Pada Indeks Saham Syariah Indonesia

Jenis Sesi Paper: Full paper

Siti Roviah

Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Udayana (Unud)
Bali, Indonesia
sitiroviahak@gmail.com

Dodik Ariyanto

Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Udayana (Unud)
Bali, Indonesia
dodikariyanto@gmail.com

Abstract: *Required index as an indicator of price movements of securities. If a stock is able to meet the criteria of a particular index, it signals that the company has performed in motion. Conversely, when the shares were issued from one of the indices, then the company's lack of investor confidence again because there is no requirement of a particular index. One of the indices listed in the Indonesia Stock Exchange (BEI) is the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI). Companies that entered ISSI must meet the criteria set out in the direction of the National Islamic Council and Bapepam-LK No. IX.A.13 on issuance of Islamic securities. This study aims to determine the market's reaction along announcement of the composition of the index ISSI on companies doing reentry. The population in this study are companies that reentry in ISSI from 2011-2014. Companies that perform reentry during the observation period, as many as 72 companies. This research includes event study with the observation window of 20 days. Hypothesis testing using two different test paired samples (paired sample t-test) to see if the market reaction occurs during a reentry at ISSI. Hypothesis testing results showed no significant difference in abnormal returns before and after the events reentry. No significant difference in abnormal return is probably caused because it has been leaking information in the form of noise that has been followed up by the market before and after the observation period.*

Keywords: *Abnormal Return, Market Reaction, Reentry*

1. Introduction

Pasar modal dikatakan efisien apabila harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat. Kecepatan reaksi harga saham terhadap suatu informasi menggambarkan pula tingkat efisiensi suatu pasar (Hartono, 2007:11). Fama (1970) dalam Hartono (2013:549) melalui konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menyatakan bahwa suatu pasar dikatakan efisien (dalam bentuk kuat dan setengah kuat), jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia.

Hartono (2013a:125 dan 2013b:135) menyatakan suatu indeks diperlukan sebagai sebuah indikator untuk mengamati perubahan harga saham atau sekuritas. Saat saham suatu perusahaan memasuki indeks tertentu, hal ini menandakan perusahaan layak mendapatkan kepercayaan lebih dari investor. Hal ini sejalan dengan *Selection Criteria Hypothesis* yang memusatkan perhatiannya pada efek dari kriteria yang di isyaratkan untuk masuk ke dalam indeks tertentu. Efek yang muncul dari perubahan komposisi indeks merupakan efek dari komponen fundamental perusahaan. Ketika suatu saham mampu memenuhi kriteria indeks tertentu, maka perusahaan tersebut memberikan tanda bahwa perusahaan memiliki kinerja yang memuaskan atau pada kriteria tertentu (Duque dan Madeira, 2005). Sebaliknya, ketika suatu saham keluar dari suatu indeks tertentu maka perusahaan kurang atau tidak lagi mendapatkan kepercayaan dari investor (Oktaviana, *et., al*, 2011).

Salah satu indeks yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). ISSI bukan lagi menjadi trend di kalangan negara muslim semata. Hal ini dapat dilihat dari perkembangan industri keuangan syariah yang mencapai 15% per-tahun. Hal ini memicu negara-negara kapitalis dan liberal membuka layanan pasar modal yang berbasis syariah. Dimulai tahun 1999 dengan dibukanya *Dow Jones Islamic Market Index*, *S & P Japan 500 Syariah* di Jepang, *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI) di Malaysia, dan *Falcom Syariah Indexs* di Arab Saudi.

ISSI diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011. Indeks ini berisi saham-saham yang terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES). DES dikeluarkan sesuai regulasi Bapepam-LK No.II.K.1, dimana daftar DES akan dievaluasi setiap 6 bulan sekali. DES dievaluasi setiap bulan Mei dan Nopember. Tanggal basis yang digunakan adalah Desember 2007 dengan nilai 100. Indeks ini dihitung seirama dengan perhitungan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), yaitu menggunakan rerata tertimbang kapitalisasi pasar (*value weighted*). Penilaian apakah suatu saham bisa dimasukkan ke ISSI tidak hanya dari pelaksanaan operasional bisnisnya, tetapi juga dilihat dari performa dari saham-saham yang ingin masuk ke ISSI.

Hasil evaluasi DES yang dilakukan oleh DSN dan Bapepam akan memunculkan atau menyebabkan dimasukkan, dikeluarkan, maupun yang sudah dikeluarkan kemudian berhasil masuk kembali (*reentry*) saham-saham tertentu. Tantangan terbesar perusahaan yang dikeluarkan dari suatu indeks adalah bagaimana perusahaan tersebut dapat masuk kembali (*reentry*) ke indeks tersebut

(DES). Banyak perusahaan yang tidak mampu berintegrasi ke dalam indeks jika sudah pernah dikeluarkan (Tolbert,2012). *Reentry* secara harfiah dapat diartikan masuk kembali ke dalam suatu kelompok tertentu karena sebelumnya telah dikeluarkan dalam suatu kelompok tersebut.

Penelitian mengenai reaksi pasar salah satunya dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* berasal dari selisih *return* realisasi dan *return* ekspektasi. *Return* ekspektasi disebut juga dengan *return* normal (*return* yang diharapkan investor). Perbedaan hasil penelitian mengenai perbedaan *abnormal return* di sekitar pengumuman menjadikan topik penelitian ini semakin menarik. Pada umumnya, indeks yang diamati adalah indeks turunan yang jumlah sahamnya lebih sedikit dari total saham yang listing di pasar modal suatu negara. Contoh indeks turunan yang banyak dipakai di suatu riset adalah NZSE 10 (*New Zealand Stock Exchange 10*), PSI 20 (*Portuguese Stock Exchange 20*), dan LQ 45 (*Liquid 45*) yang mensyaratkan likuiditas dan frekuensi transaksi. Tetapi, *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI) dan ISSI mensyaratkan kesesuaian usaha dengan syariah. Penelitian dari Bildik dan Gulay (2001), Bechman (2002), dan Rahman (2007) menunjukkan bahwa informasi pengumuman perubahan komposisi indeks karena keluar masuknya saham-saham tertentu di pasar turunan direspon atau direaksi oleh pelaku pasar modal.

Fokus riset atau penelitian ini adalah menekankan *reentry* atas peristiwa masuknya kembali suatu emiten ke dalam ISSI. *Reentry* erat kaitannya dengan perubahan komposisi indeks saham pada anggota indeks tertentu. Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, maka dapat dirumuskan masalah yakni apakah terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa *reentry* perusahaan dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)?

Alasan dilakukan penelitian *event study* ini karena dapat dipakai sebagai alat uji kandungan dari suatu pengumuman serta dapat pula dijadikan alat uji efisiensi pasar bentuk kuat maupun setengah kuat (Woon:2014). Selain itu, Hartono (2009: 392) mengemukakan bahwa informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan *signal* bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jadi penelitian *event study* merupakan sebuah cara untuk mengetahui atau meneliti reaksi pasar terhadap peristiwa yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman.

Pada saat atau waktu informasi diumumkan mula-mula pelaku pasar menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai *signal* baik (*good news*) atau *signal* buruk (*bad news*). Pelaku

pasar diharapkan akan memberikan reaksi pada waktu pengumuman tersebut dipublikasikan, apabila pengumuman tersebut bernilai positif. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas akibat dari pengumuman tersebut. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* abnormal. Sebaliknya, bila tidak mengandung informasi pengumuman tidak menimbulkan *return* abnormal kepada pasar (Hartono, 2000:392-393).

2. Theoretical Framework and Hypothesis Development

2.1 Signalling Theory

Signalling Theory menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (Hartono, 2005). Agar sinyal tersebut efektif, maka harus dapat ditangkap pasar dan dipersepsikan baik, serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang berkualitas buruk (Hartono, 2005).

Teori *signalling* berakar pada teori akuntansi pragmatik yang memusatkan perhatiannya kepada pengaruh informasi terhadap perubahan perilaku pemakai informasi. Salah satu informasi yang dapat dijadikan sinyal adalah pengumuman yang dilakukan oleh suatu emiten. Pengumuman ini nantinya dapat mempengaruhi naik turunnya harga sekuritas perusahaan emiten yang melakukan pengumuman (Suwardjono, 2005).

Reentry saham di ISSI merupakan salah satu signal bagi pelaku pasar modal di Indonesia. Hal ini terkait dengan adanya persyaratan khusus agar saham suatu perusahaan bisa masuk ke indek ISSI. Persyaratan tersebut telah ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional (DSN) dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah.

Hipotesis pasar efisien (*Efficient Market Hypothesis* – EMH) dipopulerkan oleh Eugene Fama pada tahun 1970. Pada dasarnya hipotesis ini menyatakan bahwa pasar disebut efisien jika harga-harga saham mencerminkan seluruh informasi yang tersedia secara penuh dan cepat. Informasi tersebut tidak terbatas hanya pada informasi keuangan saja, tetapi juga mencakup informasi politik, kejadian social dan kejadian ekonomi serta informasi lainnya. (Amyulianthy dan Asriyal :2013).

Menurut Fama (1970) pasar efisien adalah harga saham yang sekarang mencerminkan segala informasi yang ada. Hal ini berarti bahwa informasi baik itu informasi dari masa lalu, informasi sekarang ataupun informasi dari dalam perusahaan. Menurut Shleifer (2000) bahwa *efficient market hypothesis* mempunyai tiga asumsi yaitu sebagai berikut:

- 1) Investor diasumsikan akan berlaku rasional sehingga akan menilai saham secara rasional.
- 2) Beberapa investor akan berlaku tidak rasional tetapi perilaku mereka dalam melakukan transaksi perdagangan bersifat acak (random) sehingga pengaruhnya adalah saling menghilangkan dan tidak mempengaruhi harga.
- 3) Investor rasional akan mengurangi pengaruh dari perilaku investor yang tidak rasional pada harga di pasar modal.

Pada dasarnya investor akan berlaku secara rasional dalam menilai saham dengan memperhatikan nilai sekarang dari pengembalian kas masa depannya dengan mendiskontokan sebesar tingkat risiko saham tersebut. Pada saat investor mengetahui adanya informasi baru yang akan mempengaruhi fundamental saham maka mereka akan cepat segera bereaksi terhadap informasi tersebut dengan melakukan *bid* pada harga tinggi ketika adanya informasi yang bersifat *good news* dan akan melakukan *ask* pada harga rendah pada saat terjadi informasi yang bersifat *bad news*. Maka dari itu akan terlihat adanya fluktuasi volume perdagangan saham yang akan mempengaruhi *return* saham suatu sekuritas tersebut.

2.2 Selection Criteria Hypothesis and Information Content Hypothesis

Selection Criteria Hypothesis and Information Content Hypothesis 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 yang akan tergabung dalam ISSI.

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.

Salah satu penelitian terdahulu mengenai reaksi pasar terhadap perubahan komposisi indeks adalah Elayan *et., al* (2000). Penelitiannya berkaitan dengan perubahan komposisi indeks NZSE-10 dan NZSE-40 di Selandia Baru pada tahun 1991 sampai 2000. Hasil risetnya menunjukkan bahwa perubahan komposisi indeks berpengaruh terhadap *abnormal return* saham di Selandia Baru.

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.

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

Rahman (2007) meneliti reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan komposisi *Kuala Lumpur Sharia Index* (KLSI) periode 1999-2005 menggunakan *average abnormal return* (AAR). Dengan

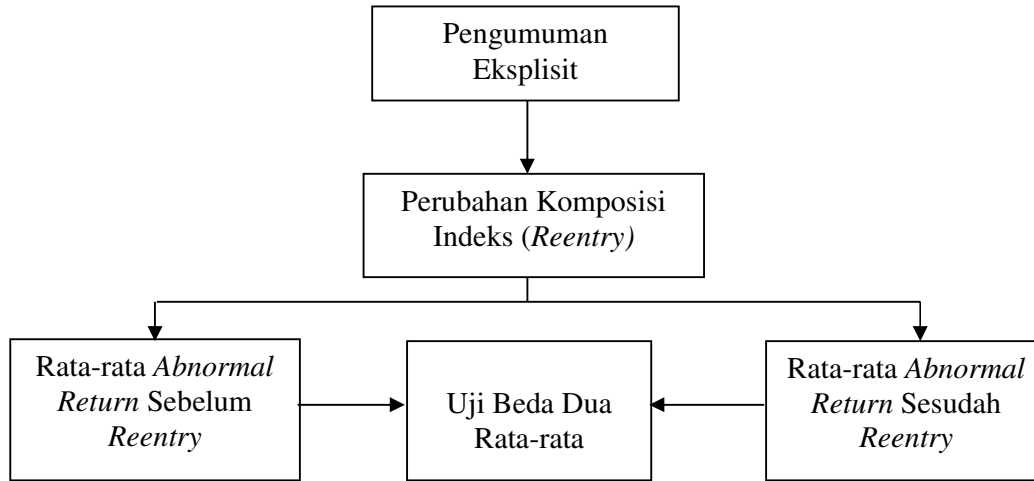
menggunakan uji-t, ditemukan bahwa pengumuman perubahan komposisi KLSI berpengaruh terhadap AAR. Dari kajian teori dan riset-riset sebelumnya maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

Ha. *Hipotesis Alternatif: Terdapat perbedaan abnormal return sebelum dan setelah peristiwa reentry perusahaan dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)*

Dalam melakukan pengujian efisiensi pasar sering menggunakan informasi yang berasal dari luar emiten. Salah satu informasi yang berasal dari luar dan sering menghasilkan hasil yang membingungkan adalah perubahan komposisi indeks. Perubahan komposisi indeks memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki prospek positif di masa mendatang. Akan tetapi dalam perspektif yang berbeda, pengumuman ini tidak memberikan arus kas secara langsung bagi perusahaan sehingga dikategorikan sebagai aktivitas non ekonomi.

Abnormal return terjadi akibat terjadi selisih lebih ataupun kurang antara *actual return* maupun *expected return*. Perhitungan *actual return* diperoleh melalui harga saham sekarang dikurangi harga saham sebelumnya, sedangkan hasil *expected return* dihitung menggunakan *market model*. Perbedaan hasil penelitian mengenai perbedaan *abnormal return* yang terjadi sebelum dan sesudah pengumuman *reentry* menjadi topik yang menarik untuk diteliti. Hal ini disebabkan karena hasil dari penelitian akan menjadi acuan untuk melakukan keputusan investasi. Adanya *abnormal return* positif akan menimbulkan reaksi pasar yang positif sehingga investor berusaha mendapatkan keuntungan dari *return* positif yang didapat dari hasil transaksi. Adanya *abnormal return* negatif akan menyebabkan investor menarik dana yang sebelumnya disiapkan untuk diinvestasikan. Berdasar penjelasan tersebut maka model riset dapat digambar pada Gambar 1.

Gambar 1.
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Wang Sutrisno , 2000

3. Research Method

Obyek dari penelitian ini adalah reaksi pasar terhadap perusahaan yang *reentry* dalam ISSI periode 2011-2014. Variabel yang dianalisis dalam penelitian ini adalah *abnormal returns*. Variabel ini diamati dengan *widows* waktu 21 hari termasuk hari h pengumuman dan dilakukan pengujian atas reaksi pasar yang terjadi. Penelitian ini menggunakan *event study* untuk mengamati pergerakan *abnormal return* dari hari ke hari dengan periode jendela 21 hari. Pengumuman perubahan komposisi ISSI adalah $t=0$. Periode jendela dibagi menjadi dua yaitu $t = -10$ (10 hari sebelum pengumuman perubahan komposisi indeks) dan $t=+10$ (10 hari setelah pengumuman perubahan komposisi indeks). Penentuan periode jendela didasarkan pada penelitian-penelitian sebelumnya yang menjelaskan bahwa jenis peristiwa yang menyebabkan reaksi pasar terhadap sinyal yang diberikan sangat cepat dan disamping itu untuk menghindari adanya *confounding effect* atau tercampurnya informasi dari suatu peristiwa dengan peristiwa lain (Hartono, 2010).

Abnormal return merupakan selisih antara *actual returns* (tingkat keuntungan yang sebenarnya diperoleh) dan *expected returns* (tingkat keuntungan yang diharapkan). *Actual returns* dapat dihitung melalui selisih harga saham sekarang dan harga saham sebelumnya kemudian dibagi dengan harga saham sebelumnya.

Besarnya *expected return* saham dapat diukur dari berbagai metode dan dalam penelitian ini menggunakan *market model*. Alasan digunakannya model ini adalah karena model ini memberikan kemudahan dalam melakukan pendeteksian *abnormal return* dibanding model yang lainnya. *Market model* memiliki potensi untuk menghasilkan tes statistik yang kuat dibanding model statistik yang dihasilkan model lainnya yaitu *mean adjusted* dan *market adjusted model* (Hartono, 2010).

Data kuantitatif, yaitu data yang dapat dinyatakan dalam bentuk angka, dan merupakan data yang berskala ukur interval dan rasio (Rahyuda dkk., 2004: 75). Data kuantitatif dalam penelitian ini adalah *return* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan terdaftar di ISSI periode 2011-2014. Data kualitatif, yaitu data yang sifatnya hanya menggolongkan saja dan tidak dapat diwujudkan dalam bentuk angka. Data kualitatif dalam penelitian ini adalah daftar nama perusahaan yang *reentry* dalam ISSI periode 2011-2014.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang *reentry* dalam ISSI dari tahun 2011-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *non probability sampling* dengan metode *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah:

- 1) Perusahaan tidak melakukan *corporate action* seperti *right issue*, *stock deviden*, *bonus issue* dan kebijakan lainnya yang dapat mempengaruhi *abnormal return* selama periode pengamatan *reentry*.
- 2) Saham yang dimiliki emiten tersebut setidaknya aktif diperdagangkan minimal selama 21 hari di sekitar periode pengumuman perubahan komposisi indeks.
- 3) Data tersedia secara lengkap sehubungan dengan informasi *reentry*.

Berdasarkan pengamatan dari tahun 2011-2014, terdapat 99 perusahaan yang melakukan *reentry* di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Dari 99 perusahaan tersebut yang memenuhi kriteria *purposive sampling* dan dijadikan sampel dalam penelitian adalah 78 perusahaan. Berdasarkan pengamatan dan kriteria *purposive sampling* dapat dijelaskan secara sederhana pada Tabel 1.

Tabel 1.
Jumlah Populasi dan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Populasi	99
2.	Tidak memenuhi kriteria <i>Purposive Sampling</i> pertama	2
3.	Tidak memenuhi kriteria <i>Purposive Sampling</i> kedua	19
4.	Sampel	78

Sumber : Data sekunder diolah, 2015

Rincian 78 perusahaan yang *reentry*, yaitu tahun 2011 sebanyak 10 perusahaan, tahun 2012 sebanyak 22 perusahaan, tahun 2013 sebanyak 24 perusahaan, dan tahun 2014 sebanyak 22 perusahaan.

Teknik analisis data yang digunakan adalah *paired sample t-test*. Tahapan untuk melakukan pengujian dimulai dari menghitung *actual returns*, *expected returns*, *returns* saham harian, kemudian melakukan regresi *returns* saham harian dengan *returns* pasar harian untuk memperoleh alpha dan beta saham. Selanjutnya, menghitung *abnormal returns* masing-masing emiten sebelum dan setelah *reentry*.

Pengujian statistik *t test* perlu dilakukan untuk mengetahui signifikansi keberadaan *abnormal returns*. Langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian hipotesis untuk variabel penelitian dengan menggunakan *paired sample t-test*. Untuk tingkat signifikansi atau nilai alpha (α) yang umum dipakai dalam penelitian sosial adalah 0,05. Dalam penelitian ini ditetapkan tingkat signifikansi untuk menolak H_0 adalah sebesar 0,05 atau 5%. Uji *paired sample t-test* sering digunakan untuk menguji model analisis data sebelum-sesudah. Uji analisis ini digunakan karena sampel perusahaan yang melakukan *reentry* pada periode 2011-2014. Uji beda digunakan untuk menilai perlakuan tertentu pada satu sampel yang sama pada dua periode yang tidak bersamaan. Pengamatan yang dimaksud dalam penelitian ini adalah pengumuman perubahan komposisi indeks.

Return tidak normal merupakan selisih antara *return* sesungguhnya dan *return* yang diharapkan oleh investor. Untuk mendapatkan hal tersebut, dilakukan perhitungan dengan tujuh tahapan sebagai berikut:

Menghitung *actual return* (Hartono, 2010:207):

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} + \text{Yield} \dots \dots \dots (1)$$

Notasi:

R_{it} = Return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

P_{it} = Harga sekarang relatif

P_{it-1} : = Harga sebelumnya

Menghitung *return* pasar harian (Hartono, 2010: 207):

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(2)$$

Notasi:

- R_{mt} = *Return* pasar pada waktu ke-t.
- $IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t

Meregresikan *return* pasar harian dengan *actual return* untuk mendapatkan alpha dan beta, perhitungan ini sebelumnya digunakan juga oleh Ayu Mila (2010) :

$$\beta = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2} \quad \alpha = \frac{\sum Y - \beta(\sum X)}{n} \dots\dots\dots(3)$$

Notasi:

- Y = *Return* saham harian yang sesungguhnya atau R_{it} .
- X = *Return* pasar (R_{mt})
- n = Periode Pengamatan

Menghitung *expected return* dengan menggunakan *market model* dilakukan dengan dua tahap (Tandelilin, 2010:574), yaitu membentuk model ekspektasi dengan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) sebagai berikut:

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i R_{Mj} + E_{ij} \dots\dots\dots(4)$$

Notasi:

- R_{ij} = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j
- α_i = *Intercept* untuk sekuritas ke-i
- β_i = Koefisien slope yang merupakan beta sekuritas ke-i
- R_{Mj} = *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j
- E_{ij} = Kesalahan residu ke-i pada periode estimasi ke-j
- $IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t-1

Perhitungan *abnormal return* untuk masing-masing emiten (Hartono, 2010:580):

$$AR_{it} = R_{it} - E_{Rt} \dots\dots\dots(5)$$

Notasi:

- AR_{it} = *Abnormal Return*
- R_{it} = *Actual Return*
- E_{Rt} = *Expected Return*

Menghitung rata-rata *abnormal return* dirumuskan sebagai berikut(Hartono, 2010:592):

$$\overline{ARit} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \dots\dots\dots(6)$$

Notasi:

ARit = Rata-rata *abnormal return*

n = Sampel

ARit = *Abnormal return*

Uji normalitas berguna untuk menentukan data yang telah dikumpulkan berdistribusi normal atau diambil dari populasi normal. Berdasarkan beberapa penelitian empiris, data yang berjumlah lebih dari 30 angka ($n > 30$), dapat diasumsikan data berdistribusi normal. Untuk memberikan kepastian data yang dimiliki berdistribusi normal atau tidak, digunakan uji statistik normalitas. Data yang lebih dari 30 belum tentu berdistribusi normal, demikian sebaliknya data yang berjumlah kurang dari 30 belum tentu tidak berdistribusi normal, untuk itu perlu dilakukan pengujian. Uji statistik normalitas yang digunakan adalah *Kolmogorov Smirnov*. Kriteria yang digunakan dalam tes ini adalah dengan membandingkan antara tingkat signifikansi yang didapat dengan tingkat *alpha* yang digunakan, data tersebut dikatakan berdistribusi normal bila $sig > \alpha$ (Ghozali, 2006: 115).

Uji statistik non-parametrik adalah uji yang modelnya tidak menetapkan syarat-syarat mengenai parameter-parameter populasi. Uji non parametrik yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji *Willcoxon*. Uji ini paling sering digunakan oleh peneliti ketika ingin menghindari asumsi-asumsi dari statistik uji-t (misalnya data sampel mengikuti distribusi normal) Wahid Sulaiman (2002: 79). Pengambilan keputusan didasarkan perbandingan antara nilai *Asymp. Sig.* dengan tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$) yang digunakan dalam penelitian ini. Perbandingan tersebut adalah jika : *Asymp. Sig. (2-tailed)* $< 0,05$ maka H_0 ditolak. Jika : *Asymp. Sig. (2-tailed)* $\geq 0,05$ maka H_0 diterima.

Uji t sampel berpasangan merupakan uji parametrik yang digunakan untuk menguji hipotesis sama atau tidak berbeda (H_0) antara dua variabel. Data berasal dari dua pengukuran atau dua periode pengamatan yang berbeda yang diambil dari subjek yang dipasangkan. Langkah-langkah pengujian uji t untuk pengujian sampel berpasangan sebagai berikut :

Menghitung selisih (d) antara pengamatan sebelum dan setelah. Menghitung total d ($\sum d$), lalu

$$\frac{\sum d}{n}$$

mencari mean d yaitu

Menghitung d – (d rata rata), kemudian mengkuadratkan selisih tersebut dan menghitung total selisih kuadrat. Mencari deviasi standar (Sd^2) dengan rumus sebagai berikut:

$$Sd = \frac{1}{n-1} \times [\text{Total } d - (\text{d rata-rata})] \dots\dots\dots(7)$$

Menghitung t hitung dengan rumus

$$t = \frac{X1 - X2}{Sd / \sqrt{n}} \dots\dots\dots(8)$$

Notasi :

- (X1-X2) : Rata-rata hitung pengamatan atau sampel untuk X1 pengamatan sebelum dan X2 pengamatan sesudah.
- Sd : Deviasi standar sampel
- n : Jumlah pengamatan sampel

Pengambilan keputusan didasarkan perbandingan antara nilai *Asymp. Sig.* dengan tingkat signifikansi ($\alpha = 0,05$) yang digunakan dalam penelitian ini. Perbandingan tersebut adalah jika : *Asymp. Sig. (2-tailed)* < 0,05 maka H_0 ditolak. Jika : *Asymp. Sig. (2-tailed)* $\geq 0,05$ maka H_0 diterima.

4. Results

Pengujian deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran umum tentang sampel. Deskripsi sampel berupa nilai tertinggi, nilai terendah, deviasi standar, dan rata-rata. Hasil analisis deskriptif dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. menjelaskan bahwa nilai *abnormal return* terendah pada H-10 sebesar -0,1009 yang dimiliki oleh Saranacentra Bajatama Tbk. Nilai *abnormal return* tertinggi dicapai oleh Tanah Laut Tbk. yaitu sebesar 0,3166 dan nilai rata-rata dari H-10 sebesar 0,031152. Deviasi standar pada H-10 sebesar 0,0563283. Pada H-9 nilai *abnormal return* terendah sebesar -0,1161 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,0954 yang masing-masing diperoleh oleh Plaza Realty Indonesia Tbk. dan Sunson Textile Manufacture Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar pada H-9 sebesar 0,018598 dan 0,0384218.

Nilai *abnormal return* terendah pada H-8 sebesar -0,1379 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,1847 yang dicapai oleh Saranacentra Bajatama Tbk. dan Sugih Energy Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar masing-masing sebesar 0,028882 dan 0,0464685. Pada H-7 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Bukit Darmo Property Tbk. sebesar -0,1476 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Sunson Textile Manufacture Tbk. sebesar 0,4488. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H-7 adalah sebesar 0,026369 dan deviasi standar sebesar 0,0676927.

Pada H-6 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Saranacentra Bajatama Tbk. sebesar -0,0785 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Tanah Laut Tbk. sebesar 0,2153. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H-6 adalah sebesar 0,020388 dan deviasi standar sebesar 0,0442086. Pada H-5 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Saranacentra Bajatama Tbk. sebesar -0,1030 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk. sebesar 0,1312. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H-5 adalah sebesar 0,019019 dan deviasi standar sebesar 0,0358698.

Tabel 2.
Hasil Analisis Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Minsepuluh	78	-.1009	.3166	.031152	.0563283
Minsembilan	78	-.1161	.0954	.018598	.0384218
Mindelapan	78	-.1379	.1847	.028882	.0464685
Mintujuh	78	-.1476	.4488	.026369	.0676927
Minenam	78	-.0785	.2153	.020388	.0442086
Minlima	78	-.1030	.1312	.019019	.0358698
Minempat	78	-.1127	.1401	.017908	.0351242
Mintiga	78	-.0809	.3273	.024564	.0514155
Mindua	78	-.1044	.1823	.022460	.0413963
Minsatu	78	-.0996	.1385	.020679	.0340571
Event	78	-.1222	.1576	.023565	.0391458
Plussatu	78	-.1399	.3040	.025566	.0574168
Plusdua	78	-.1073	.2999	.027435	.0520736
Plustiga	78	-.0662	.3036	.026180	.0608804
Plusempat	78	-.1104	.1943	.025778	.0461577
Pluslima	78	-.1146	.2076	.021228	.0399369
Plusenam	78	-.1060	.1147	.024906	.0337000
Plustujuh	78	-.1149	.1177	.020596	.0364894
Plusdelapan	78	-.0601	.1615	.024296	.0375572
Plussembilan	78	-.0672	.1833	.016354	.0419987
Plussepuluh	78	-.1966	.2013	.019092	.0502543
Valid N (listwise)					

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2015

Pada H-4 nilai *abnormal return* terendah sebesar -0,1127 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,1401 yang masing-masing diperoleh oleh Saranacentra Bajatama Tbk. dan Samindo Resources Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar pada H-4 sebesar 0,017908 dan 0,0351242. Nilai *abnormal return* terendah pada H-3 sebesar -0,0809 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,3273 yang dicapai oleh Saranacentra Bajatama Tbk. dan Star Pacific Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar masing-masing sebesar 0,024564 dan 0,0514155.

Pada H-2 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Saranacentra Bajatama Tbk. sebesar -0,1044 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Star Pacific Tbk. sebesar 0,1823. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H-2 adalah sebesar 0,022460 dan deviasi standar sebesar 0,0413963. Pada H-1 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Saranacentra Bajatama Tbk. sebesar -0,0996 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Pembangunan Graha Lestari Indah Tbk. sebesar 0,1385. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H-1 adalah sebesar 0,020679 dan deviasi standar sebesar 0,0340571.

Pada hari H nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Saranacentra Bajatama Tbk. sebesar -0,1222 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Bakrie Telecom Tbk. sebesar 0,1576. Nilai rata-rata *abnormal return* pada hari H adalah sebesar 0,023565 dan deviasi standar sebesar 0,0391458. Pada H+1 nilai *abnormal return* terendah sebesar -0,1399 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,3040 yang masing-masing diperoleh oleh Saranacentra Bajatama Tbk. dan Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar pada H+1 sebesar 0,025566 dan 0,0574168.

Nilai *abnormal return* terendah pada H+2 sebesar -0,1073 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,2999 yang dicapai oleh Saranacentra Bajatama Tbk. dan Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar masing-masing sebesar 0,027435 dan 0,0520736. Pada H+3 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Suryamas Duta Makmur Tbk. sebesar -0,0662 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Humpuss Intermoda Transportasi Tbk. Sebesar 0,3036. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H+3 adalah sebesar 0,026180 dan deviasi standar sebesar 0,0608804.

Pada H+4 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Bukit Darmo Property Tbk. sebesar -0,1104 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Humpuss Intermoda Transportasi Tbk.

sebesar 0,1943. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H+4 adalah sebesar 0,025778 dan deviasi standar sebesar 0,0461577. Pada H+5 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Saranacentra Bajatama Tbk. sebesar -0,1146 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Pudjiadi & Sons Tbk. sebesar 0,2076. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H+5 adalah sebesar 0,021228 dan deviasi standar sebesar 0,0399369. Pada H+6 nilai *abnormal return* terendah sebesar -0,1060 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,1147 yang masing-masing diperoleh oleh Saranacentra Bajatama Tbk. dan Sunson Textile Manufacture Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar pada H+6 sebesar 0,024906 dan 0,0337000.

Nilai *abnormal return* terendah pada H+7 sebesar -0,1149 dan nilai *abnormal return* tertinggi sebesar 0,1177 yang dicapai oleh Saranacentra Bajatama Tbk. dan Sunson Textile Manufacture Tbk. Nilai rata-rata dan deviasi standar masing-masing sebesar 0,020596 dan 0,0364894. Pada H+8 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Bukit Darmo Property Tbk. sebesar -0,0601 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk. sebesar 0,1615. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H+8 adalah sebesar 0,024296 dan deviasi standar sebesar 0,0375572.

Pada H+9 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Jakarta International Hotels & Development Tbk. sebesar -0,0672 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Indonesia Transport & Infrastruktur Tbk. sebesar 0,1833. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H+9 adalah sebesar 0,016354 dan deviasi standar sebesar 0,0419987. Pada H+10 nilai *abnormal return* terendah didapat oleh Saranacentra Bajatama Tbk. sebesar -0,1966 dan nilai *abnormal return* tertinggi diperoleh oleh Star Pacific Tbk. sebesar 0,2013. Nilai rata-rata *abnormal return* pada H+10 adalah sebesar 0,019092 dan deviasi standar sebesar 0,0502543.

Nilai rata-rata *abnormal return* terkecil berada pada H+10 dan bernilai negatif. Rata-rata *abnormal return* yang bernilai negatif berarti rata-rata *return* realisasi lebih kecil dibandingkan rata-rata *return* ekspektasi. Hal ini berarti *return* yang diperoleh oleh investor lebih rendah dari *return* yang diharapkan investor. Sedangkan rata-rata *abnormal return* positif tertinggi berada pada H-7 dan rata-rata *abnormal return* positif didapatkan secara konsisten dari H-10 hingga H+10. Rata-rata *abnormal return* positif berarti rata-rata *return* realisasi lebih tinggi dibandingkan dengan rata-rata

return ekspektasi dan juga berarti investor mendapatkan *return* yang lebih besar dibandingkan *return* yang diharapkan.

Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *reentry* di sepanjang periode peristiwa. Sebelum melakukan pengujian hipotesis, pengujian normalitas dilakukan terlebih dahulu untuk mengetahui data berdistribusi normal atau tidak. Normalitas data menentukan alat uji statistik yang digunakan dalam melakukan pengujian hipotesis dapat dijelaskan di Tabel 3.

Tabel 3.

Hasil Uji Normalitas *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah *Reentry*

		Sebelum	Setelah
R		78	78
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.023002	.023143
	Std. Deviation	.0306979	.0299327
Most Extreme Difference	Absolute	.138	.149
	Positive	.093	.140
	Negative	-.138	-.149
Kolmogorov-Smirnov Z		1.219	1.315
Asymp. Sig. (2-tailed)		.102	.063

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Tabel 3. menampilkan hasil uji normalitas rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah dari 78 peristiwa menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test*. Hasil pengujian menunjukkan Sig. $> \alpha$ atau $0.063 > 0.05$ sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa data terdistribusi normal. Data yang terdistribusi normal selanjutnya dilanjutkan dengan uji *Paired Sample t-test*.

Tabel 4.

Hasil Uji *Paired Sample Statistic* Terhadap Perbedaan *Abnormal Return*

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Sebelum	.023002	78	.0306979	.0034759
	Setelah	.023143	78	.0299327	.0033892

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Tabel 4. Hasil uji *Paired Sample abnormal return* sebelum dan sesudah menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum *reentry* adalah 0,023002 dengan standar deviasi 0,0306979 dan rata-rata *abnormal return* setelah *reentry* sebesar 0,023143 dengan standar deviasi 0,0033892.

Tabel 5.
Hasil Uji *Paired Sample Correlation* Terhadap Perbedaan *Abnormal Return*

	N	Correlation	Sig.
Pair Sebelum & Setelah	78	.864	.000

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Pada *output Paired Sample Correlations* Tabel 4.4 menunjukkan korelasi sebesar 0,864 dengan signifikansi $0,000 < 0,05$, ini berarti korelasi sebelum dan setelah *reentry* berhubungan secara nyata.

Tabel 6.
Hasil Uji *Paired Sample T-Test* Terhadap Perbedaan *Abnormal Return*

	Paired Differences						t	df	Sig. (2 tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference					
				Lower	Upper				
Pair1 Sebelum - Setelah	-.0001409	.0158252	.0017918	-.003708	.002427				

Sumber: Data sekunder diolah, 2015

Tabel 6. hasil *Output Paired Sample t-test* menunjukkan $sig.(2-tailed) > alpha$ ($0,938 > 0,05$) hal ini berarti H_0 diterima. Hal ini berarti secara statistik tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah *reentry*.

Hasil pengujian ini juga didukung oleh beberapa penelitian sebelumnya seperti Paramadina (2013) dan Oktaviana (2011) yang menyatakan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah perubahan komposisi indeks. Namun hasil penelitian berbeda atau kontradiksi dengan penelitian Chen (2003), Elayan (2000), Bechman (2004).

Hasil pengujian mengenai terdapat tidaknya *abnormal return* di sekitar pengumuman perubahan komposisi ISSI, terlihat bahwa terdapat *Average Abnormal Return (AAR)* untuk saham yang *reentry* ISSI. Hal ini berarti pasar bereaksi atas terjadinya atau peristiwa pengumuman perubahan komposisi ISSI. Dengan kata lain, pengumuman perubahan komposisi ISSI dipersepsikan memiliki kandungan informasi oleh pelaku pasar. Pengujian ini juga menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman *reentry* dalam ISSI.

Tidak signifikannya perbedaan *abnormal return* tersebut mungkin disebabkan karena telah ditemukan *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman sehingga sebaran nilai *abnormal return* menjadi lebih luas. Hal ini bersesuaian dengan pendapat Brunnenmeier (2005:4) yang menyatakan bahwa pasar dikatakan tidak efisien jika terjadi kebocoran informasi. Kebocoran informasi dapat

berupa isu atau informasi privat yang dibocorkan. Hal ini berimbas pada perilaku sebagian pelaku pasar yang menggunakan informasi tersebut untuk memperoleh return *abnormal returns* sebelum tanggal pengumuman. Namun, *abnormal returns* yang diperoleh sebelum tanggal pengumuman membuat nilai *abnormal returns* yang seharusnya didapatkan setelah tanggal pengumuman menurun. Hasil penelitian ini juga mengindikasikan bentuk pasar modal Indonesia bersifat tidak efisien dalam bentuk setengah kuat, sesuai penelitian Oktaviana dan Wahyuni (2011).

5. Conclusion and Limitation

5.1. Conclusion

Simpulan yang dapat diambil dari dampak pengumuman *reentry* terhadap perbedaan *abnormal return* pada perusahaan dalam ISSI di Bursa Efek Indonesia adalah hasil pengujian data menggunakan *Paired Sample t-test* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* yang secara statistik sebelum dan sesudah pengumuman *reentry*.

5.2. Limitation

Pada penelitian ini masih terdapat banyak kelemahan antara lain keterbatasan tahun yang digunakan dan penghitungan *abnormal returns*. Penelitian ini dikhususkan pada perusahaan yang *reentry* di ISSI. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan metode penghitungan *abnormal returns* lainnya seperti CAPM, *Mean adjusted model*, atau *Market adjusted model* sebagai bahan pembandingan. Penelitian selanjutnya bisa dilakukan pada perusahaan yang melakukan *reentry* di lingkungan yang lain, seperti LQ 45 ataupun pasar turunan yang lain.

Kelemahan lainnya dalam penelitian ini adalah tidak melakukan penggolongan terhadap perusahaan menurut jenisnya, ukuran perusahaan, dan frekuensi transaksi perusahaan di pasar (*synchronous trading* atau *non-synchronous trading*) sebagai variabel kontrol.

Reference

- Antonio, Muhammad Syafii, Hafidhoh, Fauzi, Hilman. 2013. The Islamic Capital Market Volatility : A Comparative Study Between Indonesia and Malaysia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, April 2013 hal. 391-416.*
- Aron, Janine, Leape, Jonathan, Thomas, Lynne. 2010. Foreign Portofolio Invesment and Capital Markets in South Africa. *Journal Centre for Research into Economic and Finance in Southern Africa London School of Economics pg. 1-35.*
- Bechmann, Ken L. 2002. Price and volume effect associated with change in the Danish-Blue-chip index – KFX Index. Online ([http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)) diakses 11 April 2016.
- Bildik, Recep dan Gulay, Gushan. 2001. Effect of Change in Index Composition on stock Market: Evidence from Istambul Stock Exchange. Online ([http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)) diakses 11 April 2016.
- Bird, Rebecca Bliege, Smith, Eric Alden. 2005. Signaling Theory, Strategic Interaction, and Symbolic Capital. *Current Anthropology Volume 46, Number 2, April 2005 pg. 221-248.*
- Brealey, Richard A. 2000. Stock Prices, Stock Indexes and Index Fund. *Bank of England Quarterly Bulletin 61-68.*
- Brown, Stephen J., Warner, Jerold B. 1985. Using Daily Stock Returns The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics 14 (1985) 3-31. North-Holland.*
- Cowan, Arnold R. 1992. Nonparametric Event Study Tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting 2 (1992) pg. 343-358.*
- Dinarelli, Marco, Rosset, Sophie. 2011. Hypotheses Selection Criteria in a Reranking Framework for Spoken Language Understanding. *Proceedings of the 2011 Conference on Empirical Methods in Natural Language Processing, pages 1104-1115.*
- Duque, João dan Madeira, Gustavo. 2004. Effects Associated with Index Composition Changes: Evidence from Euronext Lisbon Stock Exchange. *Journal of Business 351-383.*
- Elayan, Fayez, Li Wenjie., dan Pinfeld, John. 2000. *Price Effect of Changes to the Composition of New Zealand Share Indices.* Social Science Reasearch.
- Fama, E.F. 1970, Efficient Capital Markets: A Review Of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, hal. 383-417.
- Febrian, Erie., Herwany, Aldirian., Primadhi, Adi. 2013. Market Response to the Composition Change of Islamic Index : Evidence from Indonesia. *The International Journal of Business and Finance Research Volume 7 Number 5,23-34.*
- Godlewski, Christophe J, Turk-Ariss, Rima, Weil, Laurent. 2011. Do Markets Perceive Sukuk and Conventional Bonds as Different Financing Instruments?. *BOFIT Discussion Papers 6/2011 pg. 1-37.*
- Gygax, Andre, Otchere, Isaac. 2010. Index Composition Changes and the Cost on Incumbency. *Science Reasearch Journal 34-65.*
- Hanif. 2012. Perkembangan Perdagangan Saham Syariah di Indonesia. *ASAS, Vol.4, No.1, Januari 2012 hal.1-10.*
- Hartono, Jogyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi.* Edisi Kedelapan. Yogyakarta : BPFE.
- Imam Ghozali. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS.* Semarang : BP Undip.
- Indonesia Stock Exchange. 2010. *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia.*

- Indriantoro, N. B. Supomo, 2009. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Luhur, Suryo. 2010. Reaksi Pasar Modal Indonesia Seputar Pemilihan Umum 8 Juli 2009 pada Saham LQ-45. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 14 (2).
- Lynch, Anthony W., Mendenhall, Richard R. 1997. New Evidence on Stock Price Effects Associated with Changes in the S&P 500 Index. *Journal of Bussiness* 1997, Vol.70, No.3 pg. 351-383.
- Markowitz, H. M. 1952. Portfolio Selection, *Journal of Finance*. Hal. 77-91.
- Meythi, En, Tan Kwang, Rusli, Linda. 2011. Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Manajemen dan Ekonomi*, Volume 10, No. 2, Mei 2011, hal. 2671-2684 ISSN: 1693-8305.
- Oktaviana, Ulfi Kartika dan Nanik Wahyuni. 2011. Pengaruh Perubahan Komposisi Jakarta Islamic Index Terhadap Return Saham. *Jurnal eL-QUDWAH - Volume 1 Nomor 5, edisi April 2011*.
- Pinnönen, Seppo. 2005. On Regression Based Event Study. In *Contribution to Accounting, Finance and Management Science. Essay in Honor of Professor Timo Salmi. Acta Wasaensia No. 143, 327-354. Eds Erkki K. Laitinen and Teija Laitinen*.
- Rahman, Aulia Fuad. 2007. Market Reaction of Stock Included-in and Removed from Syariah Index: The Case of Kuala Lumpur Syariah Index. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis* Vol. 6 No. 2. (Online), (<https://www.fe.uns.ac.id>) diakses 11 April 2016.
- Seiler, Michael J. 2000. The Efficacy of Event-Study Methodologies : Measuring Ereit Abnormal Performance Under Conditions of Induced Variance. *Journal of Financial and Strategic Decision Volume 13 Number 1 Spring 2000* pg. 101-112.
- Suad, Husnan. 2009. *Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas Edisi Kelima*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Sulaiman, Wahid. 2002. *Statistik Non-Parametrik, Contoh Kasus dan Pemecahannya dengan SPSS*. Yogyakarta: Andi.
- Sutrisno, Wang, Francisca Yuniartha dan Soffy Susilowati. 2000. Pengaruh *Stock Split* Terhadap Likuiditas dan Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 2(2).
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi. Edisi Pertama*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tolbert, Michelle. 2012. A Reentry Education Model. *Education Publication Center Washington, D.C*.
- Woon, Wong Shou. 2014. Introduction to the Event Study Methodology. *Singapore Management University*.