

BUKTI *EMPIRIS* NILAI EKONOMIK PADA PENGUMUMAN DAFTAR EFEK SYARIAH (DES) DI INDONESIA

Syafiq M. Hanafi

*Fakultas Syariah dan Hukum UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
Jl. Marsda Adisucipto Yogyakarta. Email: syafiqelan@yahoo.com*

Abstract: This article attempt to study about the impact of Islamic ethical investment in Indonesia. The method of this research by event study of the announcement of the list of syariah stock. I argue the announcement of stock has economic value by signalling hypothesis, criteria selection hypotesis and price pressure hypothesis. The research finding show that the information of announcement of the list of syariah stock has economic value by positive reaction at the day.

Abstrak: Penelitian ini akan menguji efek dari pengumuman daftar efek syariah (DES) dengan metode studi peristiwa (event study). Penelitian ini berargumen bahwa pengumuman DES memiliki kandungan informasi yang berupa nilai ekonomik. Penjelasan dari penelitian ini melalui hipotesis sinyal, hipotesis seleksi kriteria, dan hipotesis tekanan harga. Reaksi positif ditunjukkan dengan adanya abnormal *return* pada sekitar hari pengumuman dengan penjelasan dari berbagai hipotesis.

Kata Kunci: *Daftar Efek Syariah (DES), Hipotesis Sinyal, Hipotesis Seleksi Kriteria, Hipotesis Tekanan Harga*

Pendahuluan

Investasi berdasarkan ajaran Islam di pasar modal telah dikenal beberapa dekade terakhir di berbagai negara. Investasi Syariah (IS) tersebut dapat dijadikan sebagai pilihan investasi kalangan investor etis dan investor biasa. IS merupakan investasi yang telah melalui proses seleksi yang ditetapkan oleh dewan syariah masing-masing negara¹. Seleksi syariah didasarkan pada dua penilaian, *core business* (inti bisnis) dan rasio keuangan. *Core business* berkaitan dengan aspek halal dan haram bisnis yang dijalankan oleh perusahaan, sedangkan rasio keuangan berkaitan dengan batasan rasio utang dan pendapatan nonhalal yang diperbolehkan bagi emiten syariah. IS di Indonesia mengacu pada keputusan yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) dan diperkuat oleh Bapepam-LK².

Investasi Syariah di Indonesia dikelompokkan pada sekumpulan saham yang dikategorikan sebagai saham syariah setelah melalui proses seleksi. Kelompok saham tersebut dikenal dengan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan dan dievaluasi setiap enam bulan sekali oleh Bapepam-LK³. Secara umum, investasi pada pasar modal di Indonesia mengacu pada keputusan Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) no: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum

¹ Hanafi, Syafiq M, "Perbandingan Kriteria Syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia dan Dow Jones", dalam *Ay-Syir'ah*, Vol. 45, No. II, Juli- Desember 2011, (2011), hlm. 1410-1411. Istilah Dewan Pengawas Syariah di masing-masing negara berbeda-beda, di Malaysia dikenal dengan Majelis Penasihat Syariah (MPS) atau Syariah Advisory Council (SAC), DI Dow Jones dikenal dengan Syariah Supervisory Board (SSB) dan di Indonesia dikenal dengan Majelis Ulama Indonesia (MUI) atau The Board of Ulema of Indonesia.

² Keputusan Dewan Syariah Nasional- Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) no: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal dan Kriteria DSN-MUI tersebut ditindaklanjuti dengan Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 Tentang Penerbitan Efek Syariah dengan lampiran pada Angka 2 huruf a Peraturan IX.A.13.

³ Saat ini, peran Bapepam-LK telah digantikan oleh OJK (Otoritas Jasa Keuangan).

Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal pada pasal 3⁴. Pasal 3 tersebut dirujuk pada obyek usaha perusahaan sebagai inti bisnisnya. Inti bisnis perusahaan merupakan obyek usaha perusahaan yang dinyatakan pada akte pendirian sebagai bisnis utama yang digeluti perusahaan. Rasio keuangan yang dijadikan kriteria saham syariah atau tidak adalah rasio utang dan pendapatan nonhalal. Rasio tersebut diperoleh dari laporan keuangan yang disampaikan perusahaan (emiten) setiap enam (6) bulan sekali. Batasan tersebut menjadi salah satu tolok ukur kinerja fundamental sebuah perusahaan yang diklasifikasikan sebagai perusahaan syariah.

Saat ini, investasi pasar modal terbagi menjadi investasi etis dan nonetis, dengan adanya filosofi dasar yang melatarbelakangi berdirinya investasi tersebut. Pembagian investasi tersebut merujuk pada keinginan sebagian investor yang menghendaki adanya investasi yang sesuai dengan nilai-nilai yang diyakininya. Nilai-nilai tersebut dapat didasarkan pada ajaran agama, lingkungan, tanggung jawab sosial maupun ideologi tertentu⁵. Investasi etis diharapkan dapat memperbaiki iklim investasi dan perubahan dunia yang

⁴ Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 Tentang Penerbitan Efek Syariah dengan lampiran pada Angka 2 huruf a Peraturan IX.A.13 yang berisi ketentuan umum tentang prinsip syariah pada obyek usaha. Obyek yang dilarang antara lain: Perjudian, jasa keuangan konvensional, bisnis barang haram, barang dan jasa yang merusak moral dan investasi pada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahnya oleh DSN-MUI.

Peraturan Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 ditindaklanjuti dengan Peraturan Nomor: KEP-314/BL/2007 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah yang dimuat dalam Peraturan II.K.1, yaitu tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:

- a) total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45%:55%); dan
- b) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%; .

⁵ Hanafi, "Investasi Islam sebagai Mengurangi Peran Dividen dan Utang sebagai Mekanisme untuk Mengurangi Konflik Keagenan antara Pemegang Saham Mayoritas dengan Minoritas", Yogyakarta: *Disertasi* tidak diterbitkan, UII, (2010), hlm. 37 .

lebih positif dalam dunia bisnis⁶. Kehadiran investasi etis tidak hanya ingin merubah iklim investasi tetapi juga ingin merubah perilaku investor yang dapat mempengaruhi kinerja investasi etis.

Dalam hipotesis efisiensi pasar, harga saham merupakan refleksi semua informasi yang diperoleh investor. Harga saham dipengaruhi oleh berbagai informasi baik yang bersifat keuangan maupun non keuangan. Penelitian tentang studi peristiwa pada perusahaan telah banyak dilakukan. Penelitian tersebut berkaitan dengan penerbitan laporan keuangan, pengumuman keuntungan perusahaan, pengumuman dividen maupun kebijakan utang. Penelitian tentang studi peristiwa telah mengalami perkembangan karena mengkaji peristiwa-peristiwa yang dikaitkan dengan perusahaan di luar isu keuangan.

Kajian tentang implikasi saham yang masuk dalam indek tertentu terhadap kenaikan harga telah berjalan selama dua puluh tahun di berbagai negara⁷. Hasil penelitian menunjukkan hasil yang sama dengan penjelasan yang beragam⁸. Chandy, Sarkar dan Tripathy menyatakan bahwa saham yang keluar dari indek berimplikasi pada peningkatan *cost of capital* karena tuntutan investor lebih tinggi terhadap saham tersebut. Penelitian tersebut melihat efek dari teori sinyal dan likuiditas keuangan perusahaan⁹.

⁶ Beal, Diana J., Michelle Goyen, and Peter Philips, "Why Do We Invest Ethically?", dalam *The Journal of Investing*, Fall, (2005), hlm. 67.

⁷ Claessens, Stijn and Yishay Yafeh, "Additions to Market Indices and the Comovement of Stock Returns Around the World", dalam *IMF Working Paper Research Department*, March 2011 (2011), hlm. 1-2.

⁸ Dhillon, Upinder, Herb Johnson, "Changes in the Standard and Poor's 500 List", dalam *Journal of Business*, 1991, Vol. 64, no 1, (1991), hlm. 75.

⁹ Chandy, P.R., Salil K. Sarkar dan Niranjana Tripathy, "Empirical Evidence on The Effect of Delisting From The National Market System", dalam *Journal of Economics and Finance*, Vol. 28. No. 1, (2004), hlm. 47.

Hasil penelitian Chen, Noronka dan Singal¹⁰ pada S&P 500 serta Biktimirov, Cowan dan Jordan¹¹ terhadap Russel 200 menunjukkan adanya peningkatan harga saham ketika masuk dalam indek serta penurunan harga ketika keluar dari sebuah indek. Chen dkk melihat adanya asimetri informasi karena investor memperhatikan saham ketika masuk sedangkan ketika keluar dari indek tidak begitu diperhatikan. Penjelasan lain diberikan oleh Biktimirov dkk., yang menyatakan bahwa perubahan harga lebih dipengaruhi oleh hipotesis penekanan harga.

Salah satu investasi etis di pasar modal adalah saham, seperti saham syariah yang tergabung dalam Dow Jones Islamic Marketing Index (DJIMI), Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI), Daftar Efek Syariah (DES), Jakarta Islamic Index (JII) merupakan sebagian saham etis yang didasarkan pada ajaran Islam. Saham etis lainnya seperti KLD, S&P dan lain-lain. Saham-saham tersebut telah melalui seleksi yang dilakukan oleh masing-masing lembaga dengan kriteria yang telah ditetapkan. Pada pasar sekunder, kinerja saham-saham tersebut sama dengan saham-saham konvensional, baik dilihat melalui kinerja perusahaan maupun kepercayaan para investornya. Kajian dan teori yang berkembang pada saham juga berlaku pada pasar saham syariah maupun investasi etis pada umumnya. Kinerja saham etis sebagaimana saham nonetis dipengaruhi berbagai faktor sebagaimana yang digambarkan pada beberapa teori yang menjelaskan terhadap *event study*.

Penelitian ini akan menguji reaksi kalangan investor terhadap peluncuran perdana Daftar Efek Syariah (DES). Reaksi pasar tersebut muncul pada *return* saham sebagai reaksi kalangan investor terhadap saham syariah. Reaksi tersebut untuk mengindikasikan adanya kandungan nilai ekonomik atau tidak pada peluncuran perdana saham syariah. Peluncuran saham syariah

¹⁰ Chen, Honghui, Gregory Noronha dan Vijay Singal, "The Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions: Evidence of Asymmetry and a Ne Explanation", dalam *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 4, August (2004), hlm. 1928.

¹¹ Biktimirov, E.N., A. Cowan, and B. Jordan, "Do Demand Curves for Small Stocks Slope Down?", dalam *Journal of Financial Research*, 27, no. 2 (Summer 2004), hlm. 161-178.

pada tahun 2007 merupakan penantian panjang sejak ditandatanganinya MOU antara DSN-MUI dengan Bapepam-LK pada tahun 2003.

Nilai Ekonomik dan Pengumuman Saham

Pada kajian keuangan, peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan memiliki dampak terhadap perkembangan saham yang ditunjukkan dengan adanya sebuah reaksi saham. Reaksi saham tersebut dapat bernilai positif maupun negatif yang berkaitan dengan nilai ekonomik saham tersebut. Reaksi tersebut ditunjukkan dengan perilaku investor yang melakukan aksi pembelian atau penjualan saham-saham perusahaan yang melakukan *corporate action*. Beberapa *corporate action* yang akan menjadi pertimbangan investor antara lain; pengumuman dividen, pengumuman pendapatan, pergantian direksi, stock split, akuisis, investasi baru dan tindakan perusahaan lainnya.

Reaksi pasar dari kalangan investor dapat dikaji melalui studi peristiwa yang telah dikembangkan oleh Fama, Jensen, Fisher dan Roll¹². Studi peristiwa dipergunakan untuk mengkaji reaksi pasar terhadap peristiwa yang berkaitan dengan *corporate action* yang dipublikasikan. Studi peristiwa merupakan pengujian pasar efisiensi dalam bentuk setengah kuat karena untuk menganalisis seberapa cepat harga menyesuaikan terhadap informasi baru.¹³ Suatu pengumuman perusahaan memiliki kandungan informasi ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sebuah sekuritas dari emiten. Perubahan tersebut ditunjukkan dengan adanya abnormal return baik yang negatif maupun positif.

Pengumuman yang berkaitan dengan saham dapat berupa pemecahan saham, pembelian saham kembali, keluar atau masuk saham emiten pada sebuah kelompok saham tertentu. Kelompok saham tersebut dapat

¹² Lawrence Harris dan Eitan Gurel, "Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures", dalam *The Journal of Finance*, Vol. XLI, No. 4, SEPTEMBER 1986, hlm. 6.

¹³ Mamduh M. Hanafi, *Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: BPFE, 2004), hlm. 167.

berupa kelompok saham unggulan, kelompok saham utama, saham etis (berdasar agama, CSR dan lingkungan dan lain-lain).¹⁴ Fenomena terhadap pengumuman saham pada kelompok tertentu memiliki kandungan informasi yang bersifat ekonomik. Investor memberikan perhatian kepada saham ketika masuk dalam S&P sehingga berimplikasi pada abnormal *return*. Sebaliknya, kalangan investor tidak begitu memperhatikan pada saham ketika keluar dari indeks sehingga tidak terjadi reaksi yang negatif¹⁵.

Saham-saham emiten yang masuk pada indeks tertentu berimplikasi pada reaksi positif terhadap *return* saham dan hal tersebut merupakan fenomena global. Saham emiten yang masuk pada indeks tertentu yang didasarkan pada faktor fundamental tidak mengalami perubahan. Dengan demikian, fenomena reaksi pasar lebih ditekankan pada faktor di luar fundamental. Faktor yang mempengaruhi juga beragam sesuai dengan kebiasaan kalangan investor.¹⁶

Pengumuman saham dan nilai ekonomik merupakan fenomena yang terjadi di berbagai negara tidak terkecuali pada keluar-masuk saham pada kelompok saham. Pengumuman saham yang masuk pada kelompok tertentu merupakan nilai tambah karena telah melewati kriteria tertentu yang ditetapkan masing-masing kelompok. Pengumuman tersebut memiliki kandungan informasi yang diharapkan oleh kalangan investor. Berbeda dengan pengumuman yang dilakukan perusahaan sebagai *corporate action*, pengumuman masuknya saham pada kelompok tertentu merupakan pengumuman yang dilakukan oleh otoritas di luar emiten.

Di Indonesia, pengumuman saham yang masuk dalam daftar efek Syariah (DES) dilakukan oleh Bapepam-LK (saat ini, otoritas pengumuman tersebut dilakukan oleh OJK (Otoritas Jasa Keuangan)). Saham yang masuk

¹⁴ Syafiq M. Hanafi, "Islamic Ethical Investment as Mechanism to Mitigate Agency Conflict between Majority and Minority Shareholders: an Empirical in Indonesian Stock Exchange", dalam *al-Jami'ah*, Vol. 51 Number 1, 2013, hlm. 196-197.

¹⁵ Biktimirov dkk, "Do demand.", hlm. 161-168.

¹⁶ Claessens, Stijn and Yishay Yafeh, "Additions to Market.", hlm. 1-2.

pada DES karena telah lolos kriteria yang telah ditetapkan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif. Di Malaysia, badan yang menentukan keluar-masuk saham pada KLSE Syariah adalah Syariah Advisory Council (SAC)¹⁷. Demikian juga dengan kelompok saham S&P 500¹⁸, KLD¹⁹ maupun kelompok saham lainnya. Emiten bersifat pasif karena dinilai berdasarkan laporan keuangan perusahaan oleh lembaga otoritas masing-masing kelompok saham.

Pengumuman yang disampaikan oleh lembaga independen tersebut memiliki penilaian yang obyektif sehingga dapat meminimalisasi asimetri informasi bagi kalangan investor. Pengumuman saham yang masuk pada kelompok tertentu merupakan prestasi yang telah dicatat oleh emiten berdasar kinerja keuangan dan nonkeuangan perusahaan sehingga diapresiasi oleh investor. Reaksi investor dengan adanya abnormal return terhadap pengumuman yang telah menjadi fenomena global dapat difahami sebagai apresiasi terhadap perkembangan perusahaan di mata investor.

Hipotesis di Sekitar Pengumuman Saham

Informasi yang berkaitan dengan saham merupakan sinyal yang dipergunakan kalangan investor untuk melakukan tindakan, baik untuk menahan, menjual maupun membeli portofolio mereka. Informasi yang berkaitan dengan saham maupun perusahaan menjadi pertimbangan kalangan investor sehingga dapat menjadi sinyal yang akan ditindaklanjuti dengan reaksi. Pengumuman DES merupakan peristiwa perubahan status saham biasa menjadi saham syariah yang telah melalui proses seleksi oleh

¹⁷ McGowan, Carl B. dan Junaina Muhammad, "The Theoretical Impact Of The Listing Of Syariah-Approved Stocks On Stock Price And Trading Volume", dalam *International Business & Economics Research Journal* – March 2010 Volume 9, Number 3, hlm. 11-13.

¹⁸ Jolly, C. (1993). "Ethical Demands and Requirements in Investment Management", dalam *Business Ethics: A European Review*, 2:4, hlm. 171–177.

¹⁹ Kurtz, Llyod dan diBortolome (2005), "The KLD Catholic Values 400 Index", dalam *The Journal of Investing*, hlm. 17.

otoritas yang berwenang. Kehadiran saham syariah di Indonesia merupakan jawaban terhadap kalangan investor etis yang mengharapkan kehadiran investasi berbasis pada ajaran agama Islam.

Beberapa hipotesis dikembangkan dalam menjelaskan fenomena yang berkaitan dengan pengumuman saham. Hipotesis tersebut dikembangkan sesuai dengan perkembangan hipotesis yang dikembangkan sebelumnya. Hipotesis-hipotesis tersebut dikembangkan berkaitan dengan fenomena-fenomena yang dianggap memberikan pengaruh terhadap terjadinya sebuah reaksi pada pengumuman saham.

Hipotesis yang paling klasik pada sebuah reaksi terhadap saham adalah hipotesis sinyal, hipotesis tekanan harga, hipotesis substitusi dan hipotesis seleksi kriteria. Pada saat ini telah berkembang beberapa hipotesis sesuai dengan fenomena yang berkembang di sekitar reaksi pasar terhadap saham etis. Hipotesis yang dikembangkan adalah; efek likuiditas, hipotesis permintaan, hipotesis informasi, hipotesis keuntungan pasar, hipotesis efek harga dan volume penjualan.

1. Hipotesis Sinyal (*Signaling hypothesis*)

Hipotesis ini berasumsi bahwa keputusan dan kebijakan yang dilakukan pihak manajemen dapat memberikan informasi untuk kalangan investor. Beragam informasi maupun jumlah informasi merupakan sinyal tentang perusahaan. Hipotesis ini beranggapan bahwa terjadi asimetri informasi antara orang dalam dengan pemegang saham²⁰. Orang dalam perusahaan (*insider*) memiliki informasi lebih mengenai perusahaan baik perkembangan, rencana, dan keputusan-keputusan perusahaan dibanding investor luar maupun pemilik saham. Kondisi tersebut sering dimanfaatkan oleh kalangan manajer untuk mengambil keuntungan pribadi dari penguasaan informasi

²⁰ Leland, Hayne E dan David H. Payle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", dalam *Journal of Finance*, Vol. XXXII, No. 2, May, (1977), hlm. 371.

tersebut. Keuntungan pribadi yang dapat diperoleh melalui kebijakan investasi, pendanaan, dan utang²¹.

Bentuk konflik kagenan yang muncul pada struktur kepemilikan tersebut adalah kepemilikan saham yang menyebar. Para pemegang saham tidak dapat melakukan pengawasan terhadap manajer dengan baik karena antar pemilik saham tidak saling mengenal. Kordinasi dan pengawasan pada tipe kepemilikan tersebut memerlukan biaya yang tinggi dan tidak sebanding dengan keuntungan yang diperoleh melalui dividen. Kondisi tersebut menjadikan para pemegang saham tidak melakukan pengawasan secara baik. Di lain pihak, kelemahan kalangan investor dalam mengawasi pihak manajer dimanfaatkan pihak manajer untuk melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya²².

Keputusan yang dilakukan oleh manajer dan informasi perusahaan merupakan sinyal untuk kalangan investor. Informasi tentang perusahaan yang dapat dianggap sebagai sinyal adalah; kebijakan dividen, merger, akuisisi, pergantian manajer, penerbitan saham baru, pemecahan saham dan pengumuman yang berkaitan dengan perusahaan. Fenomena tersebut merupakan sinyal yang diberikan perusahaan yang akan disikapi investor dengan reaksi baik yang bersifat positif maupun negatif. Salah satu studi tentang reaksi investor terhadap perusahaan adalah pengumuman tentang keluar-masuk pada sebuah indeks.

Masuknya saham pada sebuah indeks dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut meraih sebuah reputasi baik yang bersifat positif.²³ Hal

²¹ Jensen, Gerald. R., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", dalam *American Economic Review*, May, Vol. 76, No. 2, (1986), hlm. 323-329.

²² Bennedsen, Morten, Daniel Wolfenzon, "The Balance of Power in Closely Held Corporationsq Multiple Large Shareholders and Firm", dalam *Journal of Financial Economics* 58, (2000), hlm. 113-139 dan lihat Mauri, Benjamin and Annete Pajuste, "Multiple Large Shareholders and Firm Value", dalam *Journal of Banking and Finance*, 2005, hlm. 1814-1815.

²³ Charles Hsu, William Kross, "The Market Pricing of Special Items that are Included in versus Excluded from Street Earnings", dalam *Contemporary Accounting Research* Vol. 28 No.

tersebut merupakan sinyal yang diberikan perusahaan dan akan direspon oleh investor. Sinyal akan direspon positif jika permintaan terhadap saham meningkat dan saham tersedia dimpasar sehingga harga saham mengalami kenaikan.

2. Hipotesis Tekanan Harga

Teori tekanan harga berargumen bahwa kenaikan harga saham pada saat pengumuman sebuah saham masuk dalam indeks karena adanya pembelian saham yang dilakukan manajer reksadana untuk portofolio mereka²⁴. Efek dari tekanan harga tersebut bersifat temporer yaitu sepanjang pengumuman berlangsung dan akan berangsur-angsur kembali pada harga normal setelah beberapa hari dari efek pengumuman. Harga akan kembali pada garis elastis bersamaan dengan permintaan saham yang dapat dipenuhi oleh pasar.²⁵

Pada kasus masuknya saham ke dalam S&P yang bereaksi positif dikarenakan beberapa argumen, a. Informasi masuknya saham ke S&P merupakan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik di masa mendatang. 2. Aliran kas mendatang perusahaan yang baik menjadi perhatian para investor. Saham perusahaan yang masuk pada S&P akan memiliki prospek aliran kas yang lebih tinggi dan memiliki kinerja yang lebih baik jika investor dapat melakukan monitoring secara efektif. 3. Perusahaan yang tergabung dalam S&P memiliki kemampuan untuk menarik modal dari investor perorangan maupun lembaga. Tambahan modal tersebut dapat meningkatkan kapabilitas perusahaan untuk mencapai kinerja yang lebih baik²⁶.

Perhatian investor terhadap saham merupakan faktor yang dapat mempengaruhi masuknya saham dalam indeks. Di lain pihak, penghapusan

3 (Fall 2011), hlm. 990–993.

²⁴ George, Roji, "Price Reactions to Index Reorganization Announcements: Indian Evidence", dalam *Paradigm I Vol. XIII, No. 2, July - December, 2009*, hlm. 13.

²⁵ Chen, Honghui, Gregory Noronha dan Vijay Singal, "The Price Response.", hlm. 1929.

²⁶ Dhillon, Upinder, Herb Johnson, "Changes in.," hlm. 75.

saham dari indeks tidak serta merta menurunkan kepercayaan mereka terhadap saham tersebut. Hal tersebut ditunjukkan dengan reaksi yang bernilai positif ketika saham masuk dalam sebuah indeks tetapi tidak menurunkan secara signifikan terhadap saham yang keluar dari indeks.

3. Hipotesis Substitusi

Hipotesis ini beranggapan bahwa masing-masing saham tidak dapat dipertukarkan dan pembelian saham dari sebuah indeks tidak selalu dibarengi dengan kenaikan harga saham. Dalam rangka memenuhi keinginan para investor dalam investasi mereka, maka investor dapat melakukan diversifikasi saham yang ada di pasar. Setiap saham memiliki kesempatan untuk menjadi saham yang akan masuk dalam portofolio investor. Investor dapat mengukur tingkat risiko saham yang mereka miliki dengan mengukur tingkat risiko yang lebih luas seperti dengan kelompok industri. Dengan mekanisme tersebut, maka saham yang memiliki risiko semakin kecil di tangan para investor dan permintaan saham oleh individu tetap pada garis yang mendatar.²⁷

Perusahaan yang memiliki aspek keuangan yang baik, maka dapat menambah jumlah saham yang dimiliki tetapi hal tersebut merupakan jumlah yang sedikit diantara saham yang tersebar. Dengan demikian, penambahan jumlah saham tidak berpengaruh terhadap pasar saham maupun saham perusahaan itu sendiri. Pasar akan memberikan kesempatan yang sama pada saham-saham di pasar terhadap tingkat keuntungan. Hipotesis substitusi mengindikasikan bahwa tidak ada keuntungan yang diperoleh dengan adanya tambahan jumlah saham di pasar, ketika investor dapat melakukan diversifikasi saham.²⁸

Saham syariah merupakan bagian dari investasi etis yang mengalami perkembangan di berbagai negara baik di negara-negara maju maupun

²⁷ Scholes, Myron S., "The Market for Securites: Substitution Versus Price Pressure and the Effect of Information on Shares Prices", dalam *The Journal of Business*, Vol. 45, Issue 2 (Apr., 1972), hlm. 179-211.

²⁸ *Ibid.*

negara muslim dan negara dengan penduduk mayoritas muslim. Saham syariah merupakan manifestasi dari pengembangan ajaran Islam dalam bidang muamalat yang dikemas dalam praktek perdagangan modern. Aspek kehalalan dalam obyek bisnis maupun keuangan menjadi dasar yang harus dipenuhi oleh kalangan emiten. Obyek halal tersebut merupakan doktrin mendasar yang dirujuk pada al-Qur'an dan as-Sunnah. Bisnis syariah telah memperhatikan aspek etis jauh sebelum dunia barat mengenalkan tentang investasi etis. Ajaran Islam telah menyeleksi dunia bisnis yang diperbolehkan maupun yang dilarang bersamaan dengan doktrin agama itu sendiri.²⁹

4. Hipotesis Seleksi Kriteria

Hipotesis ini dikembangkan dengan munculnya komposisi indeks atau pengelompokan tertentu sesuai dengan fungsi maupun tujuan dari pengelompokan tersebut. Pengelompokan saham juga didasarkan pada kebutuhan serta sasaran investor dari investasi tersebut. Kriteria sebuah saham diperlukan untuk menentukan saham-saham yang dapat dimasukkan dalam sebuah indeks tertentu³⁰.

Salah satu pengelompokan paling klasik adalah pengelompokan saham atas saham etis dan nonetis. Pengelompokan saham etis dibangun atas kriteria yang sesuai dengan tujuan pembentukan indeks tersebut. Pada saat ini, kriteria etis terdiri dari ajaran agama, CSR, lingkungan dan nilai-nilai sosial.³¹ Hipotesis ini banyak diujikan pada kelompok saham yang keluar dan masuk pada indeks yang dikaitkan dengan efek adanya kriteria tertentu. Pengujian yang dilakukan adalah implikasi dari penerapan kriteria terhadap saham serta dikaitkan dengan *return* saham sebagai dampak rekasi kalangan investor.

²⁹ Hanafi (2010), "Investasi,," hlm. 53

³⁰ João, Duque, dan Madeira, Gustavo. 2004. "Effects Associated with Index Composition Changes: Evidence from Euronext Lisbon Stock Exchange", (*Online*), (<http://www.ssrn.com>), hlm. 5.

³¹ Hanafi (2010), "Investasi,," hlm. 40-46.

Statistik Deskriptif Deaftar Efek Syariah (DES)

Daftar efek syariah (DES) merupakan hasil MOU antara Bapepam-LK dengan DSN MUI pada bulan juli 2003. Tindaklanjut tersebut dapat terealisasi pada 12 September 2007 dengan dikeluarkannya DES yang pertama. DES tersebut memuat daftar 20 sukuk/ obligasi syariah dan 169 saham dan 5 saham perusahaan publik. Saham perusahaan yang termasuk dalam DES terdiri dari beberapa sektor seperti; pertanian (8), pertambangan (7), industri dasar dan kimia (27), aneka industri (20), industri barang konsumsi (19), properti dan real estate (26), infra struktur, utilitas dan transportasi (14), keuangan (1), dan perdagangan jasa dan investasi (47).

Tabel 1

Abnormal *Return* di Sekitar Pengumuman Masuk ke DES

Tabel ini menyajikan abnormal *return* sekitar pengumuman Daftar Efek Syariah. Abnormal *return* dihitung sebagai *return* saham dikurangi *return* IHSG pada hari yang sama. *** menandakan signifikan pada 1%, ** pada 5%, dan * pada 10%.

	Rata-Rata	Median	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum	Prob
-15	-0.0114*	-0.0221	0.0803	-0.3578	0.2765	0.0800
-14	-0.0061	0.0159	0.0655	-0.2873	0.1007	0.2505
-13	-0.0106	-0.0267	0.0881	-0.8323	0.2182	0.1375
-12	-0.0016	-0.0151	0.0606	-0.1932	0.3113	0.7369
-11	0.0123**	-0.0120	0.0728	-0.1549	0.3366	0.0382
-10	0.0035	-0.0150	0.0705	-0.2759	0.4465	0.5416
-9	-0.0058*	0.0072	0.0381	-0.2163	0.1037	0.0602
-8	0.0104**	0.0115	0.0519	-0.1885	0.4401	0.0140
-7	-0.0026	-0.0074	0.0549	-0.2274	0.3113	0.5633
-6	-0.0066 *	-0.0203	0.0459	-0.1620	0.3023	0.0785
-5	-0.0125***	-0.0088	0.0401	-0.3796	0.1276	0.0002
-4	0.0109**	-0.0007	0.0605	-0.1238	0.4993	0.0276
-3	0.0002	0.0002	0.0479	-0.1998	0.3219	0.9688
-2	0.0066*	-0.0028	0.0447	-0.1716	0.2655	0.0700

-1	0.0225***	0.0135	0.0646	-0.1865	0.4483	0.0000
0	0.0034	-0.0008	0.0647	-0.4977	0.3480	0.5162
1	0.0123*	0.0007	0.0575	-0.1320	0.5007	0.0093
2	-0.0077*	-0.0058	0.0541	-0.2117	0.4590	0.0793
3	0.0025	-0.0013	0.0343	-0.1513	0.1330	0.3624
4	0.0224	-0.0075	0.2774	-0.1104	3.4043	0.3195
5	-0.0174***	-0.0272	0.0805	-0.8061	0.2907	0.0083
6	0.0038	0.0038	0.0415	-0.1541	0.1803	0.2636
7	-0.0051	-0.0134	0.0403	-0.2057	0.2111	0.1189
8	0.0012	-0.0078	0.0407	-0.0703	0.3418	0.7231
9	0.0051	0.0099	0.0402	-0.1939	0.3568	0.1157
10	-0.0065**	-0.0132	0.0342	-0.0810	0.2747	0.0195
11	-0.0035	-0.0075	0.0318	-0.1313	0.1617	0.1804
12	0.0153***	0.0082	0.0580	-0.1381	0.3551	0.0014
13	-0.0155***	-0.0171	0.0301	-0.1492	0.1531	0.0000
14	-0.0247***	-0.0273	0.0393	-0.2993	0.0977	0.0000
15	0.0025	0.0054	0.0397	-0.1196	0.3548	0.4294

Tingkat keuntungan yang diperoleh investor pada t+1 mengalami peningkatan dibanding dengan t0 maupun t-1. Puncak dari tingkat keuntungan adalah pada t+4 dengan CAR 0,04191. Pola tersebut berbeda dengan volume perdagangan maupun frekuensi yang mencapai jumlah tertinggi pada t+5. Kondisi tersebut dikarenakan karena tekanan. harga pada t+4 yang mengakibatkan banyaknya volume dan transaksi saham, sehingga pada t+5 mengalami penurunan harga karena efek permintaan-penawaran.

Secara umum, perdagangan saham di sekitar pengumuman dengan rentang t-15 sampai t+15 mengalami abnormal *return* dan signifikan secara statistik. Sebaran tersebut menunjukkan bahwa sebagian saham yang akan masuk dalam DES memiliki kinerja yang baik, hal tersebut terlihat pada t-11, t-9, t-8, t-6, t-4, t-2 dan t-1. Pada tabel tersebut, pada t-5 mengalami abnormal *return* negatif dan signifikan sehingga ada penurunan keuntungan.

Tabel 2.

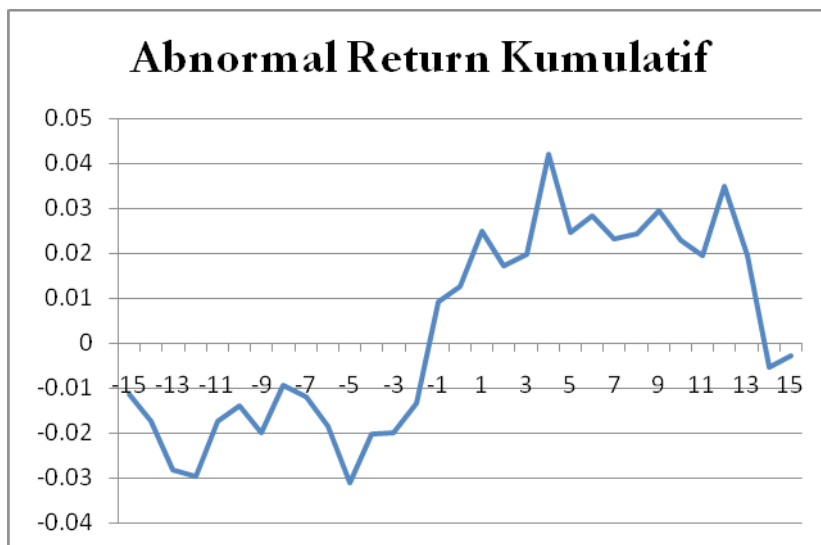
Abnormal *Return* kumulatif dari hari -3 s/d +3sekitar Pengumuman Daftar Efek Syariah. Tabel ini menyajikan rata-rata abnormal *return* kumulatif dari hari -3 sampai dengan +3 relatif terhadap pengumuman Daftar Efek Syariah. Tanda *** menunjukkan signifikansi pada tingkat 1%.

	Abnormal <i>Return</i> Kumulatif dari hari -3 s/d +3
Rata-Rata	0,0398 *** (0,0003)
Median	0,0037
Deviasi Standar	0,1341
Minimum	-0,4556
Maksimum	0,5898
Jumlah Saham	169

Pada t-3 sampai t+3, rata-rata *return* adalah positif dan signifikan, hal tersebut menunjukkan bahwa reaksi saham di sekitar pengumuman DES direspon oleh kalangan investor. Pengumuman DES dapat memberikan informasi ekonomik maupun harapan yang bagus untuk investasi yang mendatang.

Gambar 1.

Abnormal *Return* kumulatif sekitar Pengumuman Daftar Efek Syariah

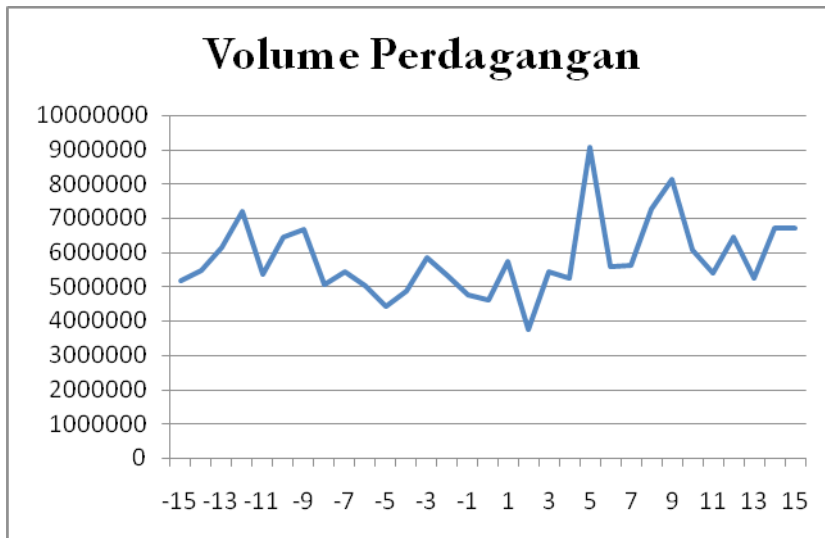


Catatan:

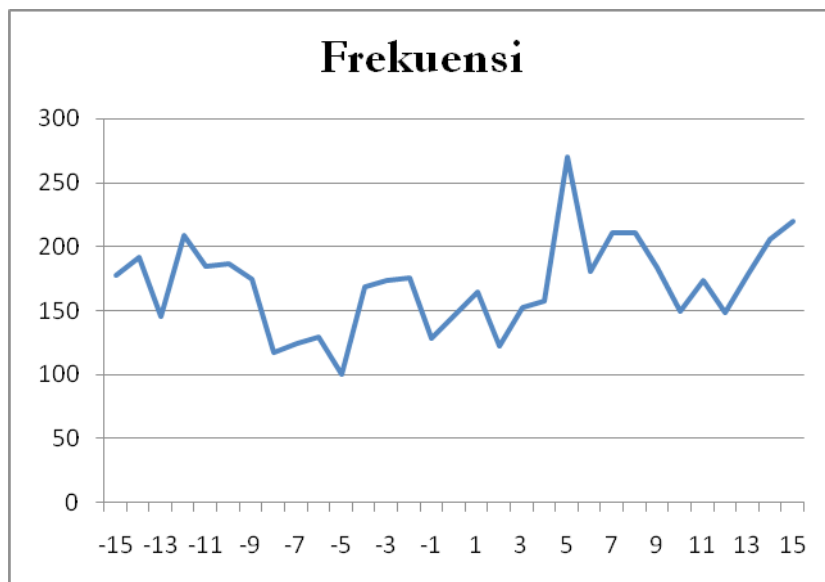
Abnormal *return* dihitung sebagai *return* saham dikurangi *return* IHSG pada hari yang sama

Gambar 2.

Volume Perdagangan di Sekitar Pengumuman Daftar Efek Syariah (dalam Rp)

**Gambar 3.**

Frekuensi Perdagangan di Sekitar Pengumuman Daftar Efek Syariah



Dari tabel 1 terlihat pergerakan abnormal *return* sekitar pengumuman DES. Pada satu hari sebelum pengumuman (hari -1) ada abnormal *return* positif sebesar 0.0225 (2,25%) dan signifikan secara statistik. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman DES tersebut. Saham yang masuk dalam DES mempunyai *return* di atas *return* pasar (IHSG).

Kemudian dilakukan pengujian selanjutnya dengan memfokuskan pada hari -3 s/d +3 relatif terhadap pengumuman DES. Pemilihan hari -3 s/d +3 didasarkan pada pengamatan visual pada gambar 1. Pada gambar 1 terlihat bahwa *return* sudah mulai bergerak naik pada hari -3 sampai dengan hari ke +3, yang kemudian berlanjut sampai hari ke +14. Setelah itu, *return* cenderung mulai menurun.

Tabel 2 menunjukkan bahwa abnormal *return* kumulatif selama 7 hari (hari -3 sampai dengan +3) adalah 0,0398 atau sekitar 3,98%. Angka ini signifikan secara statistik. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman DES.

Gambar 1 dan 2 menunjukkan aktivitas perdagangan selama pengumuman DES. Nampaknya tidak ada aktivitas tidak normal di sekitar pengumuman DES.

Tabel 3

Volume Perdagangan Saham

-7	5446342	7	5623120
-6	5039073	6	5576883
-5	4428293	5	9070138
-4	4885431	4	5254163
-3	5834000	3	5421324
-2	5335565	2	3748151
-1	4774163	1	5749712
0	4603018		

Dari tabel 4.1, volume perdagangan pada t+1 mengalami peningkatan dari 4.603.018 lembar pada t0 menjadi 5.749.712 lembar. Informasi pengumuman masuknya beberapa saham ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) meningkatkan jumlah volume perdagangan saham. Kenaikan tersebut juga dibarengi penurunan pada t+2 secara signifikan 3.748.141 lembar dan diikuti dengan kenaikan yang sangat signifikan pada t+5 dengan jumlah volume hampir dua kali lipat. Kenaikan tersebut menunjukkan bahwa pengumuman DES memberikan informasi yang direspon oleh kalangan investor.

Tabel 4
Frekuensi Perdagangan

-7	125,0327	7	211,3399
-6	129,4052	6	180,8693
-5	100,6078	5	270,2092
-4	168,7647	4	157,8039
-3	174	3	153,0261
-2	175,5098	2	122,3203
-1	128,7974	1	165,2288
0	146,549		

Frekuensi perdagangan saham pada t+1 mengalami peningkatan dibanding pada t0 dan mengalami puncaknya pada t+5. Pertambahan jumlah frekuensi tersebut seiring dengan peningkatan jumlah volume perdagangan saham perlembar. Data peningkatan jumlah frekuensi perdagangan menunjukkan bahwa investor banyak melakukan transaksi saham dengan adanya pengumuman DES.

Tabel 5
Komulasi Abnormal Return

-7	-0,0120	7	0,0232
-6	-0,0186	6	0,0283
-5	-0,0311	5	0,0245
-4	-0,0203	4	0,0419
-3	-0,0201	3	0,0195
-2	-0,0135	2	0,0170
-1	0,0091	1	0,0247
0	0,0125		

Reaksi Investor pada Pengumuman Daftar Efek Syariah (DES)

Pengumuman saham-saham perusahaan yang masuk ke DES memiliki informasi yang dapat memberikan keuntungan pada investor. Saham-saham yang masuk DES merupakan saham yang telah melalui skreening baik secara kualitatif maupun kuantitatif. Skreening tersebut dianggap sebagai bagian dari kinerja saham yang dipandang positif oleh kalangan investor. DES merupakan bentuk investasi etis yang saat ini sedang mengalami perkembangan dan mendapatkan respon kalangan investor. DES merupakan saham etis pertama di Indonesia yang mencakup seleksi seluruh saham yang memenuhi kriteria syariah. Berbeda dengan Jakarta Islamic Index (JII) yang memuat saham-saham syariah unggulan dengan jumlah 30 saham. DES mencakup saham yang lebih banyak dan lebih luas sehingga kalangan investor memiliki alternatif yang lebih banyak dalam melakukan investasi syariah.

Pengumuman DES tahun 2007 merupakan implementasi dari hasil kerja sama DSN-MUI dengan Bapepam-LK yang telah ditunggu kalangan investor di Indonesia. Pengumuman tersebut direspon positif oleh kalangan investor dengan ditunjukkan adanya reaksi pada volume, frekuensi, dan abnormal *return*. Pada tabel 3, volume perdagangan mengalami peningkatan

pada t+1 dan t+5 dengan peningkatan volume perdagangan pada periode pengamatan. Frekuensi perdagangan juga mengalami peningkatan seperti pada tabel 4, yang ditunjukkan pada t+1 dan t+5. Trend tersebut sejalan antara volume dan frekuensi transaksi pada hari yang sama. Pada tabel 5 pada t+1 dan t+7, menunjukkan abnormal *return* bernilai positif, hal tersebut menunjukkan bahwa jumlah dan frekuensi pada hari di sekitar pengumuman mempunyai nilai ekonomik bagi kalangan investor.

Reaksi kalangan investor pada pengumuman DES tersebut dapat dikaitkan dengan hasil skreening pada seluruh saham untuk menjadi saham syariah, maka reaksi terhadap saham syariah merupakan reaksi dari hipotesis skreening terhadap saham³². Kriteria-kriteria yang diterapkan sebuah skreening saham merupakan upaya untuk mengelompokkan saham pada tujuan tertentu dan menjadikan yang lebih baik pada sisi tertentu. Skreening saham oleh Bapepam-LK telah menetapkan saham-saham yang bersifat halal bagi kalangan investor muslim dan investor lainnya. Kalangan investor konvensional melakukan diversifikasi saham mereka dengan mengambil portofolio saham etis karena dianggap memiliki risiko yang lebih kecil setelah melalui skreening. Efek skreening yang dilakukan Bapepam-LK direspon positif oleh investor karena merupakan efek yang bersifat etis pertama di Indonesia sehingga memiliki prospek yang baik untuk investasi baik jangka menengah maupun jangka panjang³³.

Hipotesis lain yang dapat menjelaskan fenomena tersebut adalah efek tekanan harga saham pada saat pengumuman DES. Tekanan harga muncul karena adanya fenomena pembelian saham oleh perusahaan reksadana³⁴. Reksadana syariah melakukan diversifikasi portofolio dengan melakukan

³² João, Duque, dan Madeira, Gustavo. 2004. "Effects Associated .," hlm. 5.

³³ Sacconi, Lorenzo, "Corporate Social Responsibility (CSR) as a Model of "Extended" Corporate Governance. An Explanation Based on The Economic Theories of Social Contract, Reputation and Reciprocal Conformism", dalam *Liuc Papers n. 142, Serie Etica, Diritto ed Economia 10, suppl. a febbraio*, (2004), hlm. 1.

³⁴ George, Roji, "Price Reactions to .," hlm. 13.

pembelian saham yang diklasifikasikan syariah untuk yang pertama kalinya. Perusahaan reksadana berbasis syariah telah ada di Indonesia sejak 1997 dan mengalami perkembangan signifikan pada tahun-tahun berikutnya. Banyaknya perusahaan reksadana membutuhkan portofolio “halal” yang semakin meningkat, sehingga peluncuran saham DES merupakan alternatif portofolio bagi perusahaan reksadana syariah maupun investor lain. Kalangan investor melakukan investasi etis bukan sekedar untuk mendapatkan keuntungan finansial semata tetapi juga untuk melakukan investasi jangka panjang³⁵ dan mengharapkan keuntungan nonfinansial dan ikut serta melakukan perubahan dunia melalui investasi etis³⁶. Penelitian Beal dkk menunjukkan bahwa terdapat tiga motivasi kalangan investor melakukan investasi pada investasi etis, keuntungan finansial, keuntungan nonfinansial dan perubahan sosial³⁷.

Hasil pengujian ini memperkuat penelitian sebelumnya, bahwa efek dari tekanan harga akan berangsur pada kondisi yang normal setelah beberapa hari³⁸. Gambar 1 dan Gambar 2 menunjukkan bahwa perdagangan saham sebagai reaksi atas pengumuman DES kembali pada kondisi yang normal setelah h+15. Hipotesis tekanan harga ditunjukkan dengan adanya abnormal *return* karena adanya permintaan pasar yang signifikan dari kalangan investor.

Pengumuman saham yang masuk pada DES di Indonesia merupakan fenomena global yang terjadi di berbagai negara sehingga mengindikasikan pola yang sama. DES merupakan sekumpulan saham syariah di Indonesia, saham emiten yang masuk dalam DES telah melalui skreening sesuai ajaran Islam. Pengumuman DES yang direaksi positif oleh kalangan investor menunjukkan bahwa pengelompokkan saham yang sesuai dengan ajaran agama mendapat dukungan investor. Fenomena tersebut juga dapat

³⁵ Hanafi, Syafiq, M, (2013), “Islamic Ethical,” hlm. 187.

³⁶ Hudson, Richard, ., *Business Ethics Quarterly*, Volume 15, Issue 4. ISSN 1052-150X., (2005), hlm. 641-657.

³⁷ Beal, Diana J., Michelle Goyen, and Peter Philips, (2005), “Why Do We,” hlm. 67-68.

³⁸ Chen, Honghui, Gregory Noronha dan Vijay Singal, “The Price Response,” hlm. 1928.

menunjukkan bahwa perkembangan investor etis mengalami peningkatan yang signifikan. Dengan demikian, pada saat kalangan investor etis berkeinginan untuk berinvestasi secara syariah dan menjalankan ajaran agamanya maka pada saat bersamaan juga memiliki keuntungan ekonomik. Pada jangka yang lebih panjang diharapkan investor tidak ragu-ragu untuk berinvestasi pada saham syariah sehingga dapat menambah investor etis yang terlibat dalam investasi syariah dan pasar modal pada umumnya.

Penutup

Pengumuman Daftar Efek Syariah (DES) perdana mendapatkan reaksi positif dari kalangan investor yang ditunjukkan dengan adanya abnormal *return* di sekitar tanggal pengumuman. Hasil uji tersebut dapat dijelaskan melalui dua hipotesis yang dikembangkan pada reaksi terhadap pengumuman saham.

DES merupakan sekumpulan saham yang telah melalui skreening oleh Bapepam-LK (OJK) sesuai dengan ajaran Islam. Skreening tersebut memiliki dampak positif karena dapat memenuhi harapan kalangan investor etis, sehingga hipotesis seleksi kriteria menelakan fenomena tersebut. Di lain pihak, peluncuran perdana DES tersebut mendapatkan respon perusahaan reksadana syariah. Perusahaan reksadana melakukan pembelian untuk portofolio investasi mereka sehingga hipotesis tekanan harga dapat memberikan konfirmasi atas fenomena tersebut.

Daftar Pustaka

- Beal, Diana J., "Michelle Goyen, and Peter Phillips, Why Do We Invest Ethically?", dalam *The Journal of Investing*, 2005.
- Bennedsen, Morten, Daniel Wolfenzon, "The balance of power in closely held corporations Multiple Large Shareholders and Firm", dalam *Journal of Banking and Finance*, 2000.

- Biktimirov, E.N., A. Cowan, and B. Jordan, “Do Demand Curves for Small Stocks Slope Down?”, dalam *Journal of Financial Research*, 27, no. 2, Summer, 2004
- Carl B., McGowan, Jr., dan Junaina Muhammad, “The Theoretical Impact Of The Listing Of Syariah-Approved Stocks On Stock Price And Trading Volume”, dalam *International Business & Economics Research Journal* – March 2010 Volume 9, Number 3 11, 2010.
- Channdy, P.R., Salil K. Sarkar dan Niranjan Tripathy, “Empirical Evidence on The Effect of Delisting From The National Market System”, dalam *Journal of Economics and Finance*, Vol. 28. No. 1, 2004.
- Charles Hsu, Willian Kross “The Market Pricing of Special Items that are Included in versus Excluded from Street Earnings”, dalam *Contemporary Accounting Research* Vol. 28 No. 3 (Fall 2011) pp. 990–1017 _ CAAA doi:10.1111/j.1911-3846.2011.01075.x, 2011.
- Chen, Honghui dan Gregory Noronha, “The Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions: Evidence of Asymmetry and a New Explanation”, dalam *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 4, August, 2004.
- Claessens, Stijn and Yishay Yafeh , “Additions to Market Indices and the Comovement of Stock Returns Around the World”, dalam *IMF Working Paper Research Department*, March 2011.
- Dhillon, Upinder, Herb Johnson, “Changes in the Standard and Poor’s 500 List”, dalam *Journal of Business*, Vol. 64, no 1. 1991.
- Docking, Diane Scott Docking dan Richard J. Downen , “Evidence on Stock Price Effects Associated with Changes in the S&P 600 SmallCap Index”, dalam *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 45, Nos. 1 and 2, 2006.

- George, Roji, "Price Reactions to Index Reorganization Announcements: Indian Evidence", dalam *Paradigm I*, Vol. XIII, No. 2, July - December, 2009.
- Goetzmann, W.N., "Does Delisting from the S & P 500 Affect Stock Price?", dalam *Financial Analysts Journal*, March/April 1986.
- Syafiq M. Hanafi, (2011), "Perbandingan Kriteria Syariah pada Indeks Saham Syariah Indonesia, Malaysia dan Dow Jones", dalam *Asy-Syir'ah*, Vol. 45, No. II, Juli- Desember 2011.
- Syafiq M. Hanafi, "Islamic Ethical Investment as Mechanism to Mitigate Agency Conflict between Majority and Minority Shareholders: an Empirical in Indonesian Stock Exchange", dalam *al-Jami'ah*, Vol. 51 Number 1, 2013.
- Harris, LAWRENCE, and EITAN GUREL, "Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures", dala *The Journal of Finance*, Vol. XLI, No. 4, SEPTEMBER 1986.
- Hudson, Richard , *Business Ethics Quarterly*, Volume 15, Issue 4. ISSN 1052-150X, 2005.
- Jain, P.C., "The Effect on Stock Price of Inclusion in or Exclusion from the Stock Returns", dalam *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. XLII, No.1, March 1987.
- João, Duque, dan Madeira, Gustavo, "Effects Associated with Index Composition Changes: Evidence from Euronext Lisbon Stock Exchange". 2004, (*Online*), ([http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)), diakses tanggal 9 Maret 2010.
- Jolly, C., "Ethical Demands and Requirements in Investment Management" dalam *Business Ethics: A European Review*, 2:4, 1993.

- Keputusan (DSN-MUI) no: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.
- Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 Tentang Penerbitan Efek Syariah dengan lampiran pada Angka 2 huruf a Peraturan IX.A.13.
- Kurtz, Llyod dan diBortolome, “The KLD Catholic Values 400 Index”, dalam *The Journal of Investing*, 2005.
- Lawrence Harris dan Eitan Gurel, “Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures”, dalam *The Journal of Finance*, Vol. XLI, No. 4, September, 1986.
- Leland, Hayne E dan David H. Payle, “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, dalam *Journal of Finance*, Vol. XXXII, No. 2, May, 1977.
- Mamduh M. Hanafi, *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFE, 2004.
- Mauri, Benjamin and Annete Pajuste, “Multiple Large Shareholders and Firm Value”, dalam *Journal of Banking and Finance*, 2005.
- McConnell, J.J., and Sanger, G.C., “The Puzzle in Post-Listing Common Stock Market”, dalam *Journal of Finance*, XLIX(3), 1997.
- McGowan, Carl B. dan Junaina Muhammad (2010), “The Theoretical Impact Of The Listing Of Syariah-Approved Stocks On Stock Price And Trading Volume”, dalam *International Business & Economics Research Journal* – March 2010 Volume 9, Number 3, 2010.
- Mitchell, M.L. and Mulherin, J.H. (1994), “The Impact of Public Information on the S&500”, dalam *Financial Analysts Journal*, January/February 1987.

- Sacconi, Lorenzo, “Corporate Social Responsibility (CSR) as a Model of “Exended” Corporate Governance. An Explanation Based on the Economic Theories of SocialXContract, Reputation and Reciprocal Conformism”, dalam *Liuc Papers n. 142, Serie Etica, Diritto ed Economia* 10, suppl. a Febbraio, 2004.
- Sanger, G.C., and McConnell, J.J. (1986). Stock Exchange Listings, Firm Value, and Security Market Efficiency : The Impact of NASDAQ, dalam *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21 (March 1986), No.1.
- Scholes, Myron S., “The Market for Securites: Substitution Versus Price Pressure and the Effect of Information on Shares Prices”, dalam *The Journal of Business*, Vol. 45, Issue 2 , Apr., 1972.
- Shankar, S. Gowri dan Dipinder S Randhawa, “The Effects of Index Changes in the Hong Kong and Singapore Stock Markets”, dalam *Working Paper*. 06-01 February 2006