



Indeks Saham Syariah Indonesia: Pergerakan Harga dari Perspektif Asimetri Informasi

Yuni Utami¹

*Program Studi Manajemen, Universitas Pancasakti,
Tegal, Indonesia¹*

Received: 07-08-2019 | Revision: 25-08-2019 | Accepted: 20-09-2019

Abstrac

This study aims to determine and analyze the content of information asymmetry on the Indonesian Sharia Stock Price Index (ISSI). The sample in this study includes all issuers that were included in the ISSI index when the index was first published, which were 214 listed companies. The research method is event study events with analytical tools using t-Test and ordinary least squares. The window period used includes a period of 15 days before and after ISSI announcement. The results showed that there was no change in stock prices around the date of the entry of shares in the ISSI index. This is possible because the shares that make up the ISSI index are shares included in the information asymmetry. The analysis shows that the entry of shares in the ISSI index does not affect abnormal returns. This is caused by the publication of routine reports so as to minimize information asymmetry.

Keywords: Information asymmetry; ISSI; information asymmetry; abnormal return

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis konten asimetri informasi saham pada Indeks Harga Saham Syariah Indonesia (ISSI). Sampel dalam penelitian ini mencakup semua emiten yang masuk indeks ISSI ketika indeks pertama kali diterbitkan yaitu 214 perusahaan emiten. Metode penelitian yang digunakan adalah studi peristiwa dengan alat analisis menggunakan t-Test dan ordinary least squares. Periode jendela yang digunakan mencakup periode 15 hari sebelum dan sesudah pengumuman indeks ISSI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada perubahan harga saham di sekitar tanggal masuknya saham di indeks ISSI. Hal ini dimungkinkan karena saham yang membentuk indeks ISSI adalah saham yang termasuk dalam Daftar Efek Syariah. Hasil analisis menunjukkan bahwa masuknya saham dalam indeks ISSI tidak mempengaruhi abnormal return. Hal ini disebabkan oleh penerbitan laporan rutin sehingga meminimalisir asimetri informasi.

Kata Kunci: Asimetri informasi; ISSI; daftar efek syariah, abnormal return

Pendahuluan

Secara konseptual, pasar saham kuat dan efisien dalam jangka panjang. Namun, dalam praktiknya, ada berbagai bentuk anomali pasar yang merusak keakuratan hipotesis pasar yang efisien. Salah satu faktor yang diduga sebagai penyebab inefisiensi pasar adalah perilaku menggiring. Investor menggiring ketika mereka meniru tindakan investor lain. Perilaku ini terjadi ketika ada interaksi terus menerus di antara investor rasional yang mencegah mereka mencari informasi tentang fundamental pasar dan hal ini dipengaruhi oleh asimetri informasi (Fahdiansyah, 2016). Semakin tinggi ketidakseimbangan informasi diantara pelaku pasar akan memperbesar spread dan semakin kuat persaingan di pasar modal maka harga jual semakin rendah dan harga beli semakin tinggi sehingga spread mengecil (Ady, Salim, & Susanto, 2010).

¹ yuvickachandra@gmail.com

Shleifer (1986) menguji masuknya saham dalam indeks *the standard and poor's 500* dan menemukan bahwa saham-saham perusahaan yang masuk dan diumumkan dalam indeks tersebut berpengaruh positif terhadap *abnormal return*. Perubahan harga saham dan volume perdagangan akibat masuk dan keluarnya saham dalam indeks saham gabungan "Nikkei 500". Menunjukkan adanya perubahan harga yang signifikan dan permanen (Liu, 2001). Sementara itu, pada indeks "*The Johannesburg Stock Exchange (JSE) Top 40 Index*" hanya peristiwa keluarnya emiten yang berpengaruh secara signifikan, sedangkan masuknya emiten tidak mempunyai dampak yang signifikan (Kruger dan Toerien, 2013). Khusus saham syariah di Indonesia, pada saat pengumuman perdana Daftar Efek Syariah (DES) 12 September 2007 telah terjadi *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman (Syafiq. M. H., 2013)

Total saham syariah yang tercatat dalam DES sampai periode Agustus tahun 2019 berdasarkan statistik saham syariah Agustus 2019 yang diterbitkan OJK dan Keputusan Dewan Komisiner OJK Nomor KEP-29/D.04/019 tentang Daftar Efek Syariah adalah 412 saham periode pertama bulan Agustus 2019 dari 336 saham pada tahun 2013. Jika dipresentase pertumbuhan saham yang masuk dalam DES dari tahun ke tahun ada diangka 25,3%. Kenaikan signifikan tersebut menunjukkan bahwa minat perusahaan untuk mencatatkan sahamnya dalam DES terus menunjukkan tren positif. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011 adalah indeks komposit saham syariah yang tercatat di BEI. ISSI merupakan indikator dari kinerja pasar saham syariah Indonesia. Konstituen ISSI adalah seluruh saham syariah yang tercatat di BEI dan masuk ke dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK.

Dapat dikatakan bahwa BEI tidak melakukan seleksi saham syariah yang masuk ke dalam ISSI. Konstituen ISSI diseleksi ulang sebanyak dua kali dalam setahun, setiap bulan Mei dan November, mengikuti jadwal *review* DES. Oleh sebab itu, setiap periode seleksi, selalu ada saham syariah yang keluar atau masuk menjadi konstituen ISSI. Sampai dengan bulan september 2019 sudah tercatat ada 413 saham yang masuk dalam indeks ISSI. Metode perhitungan ISSI mengikuti metode perhitungan indeks saham BEI lainnya, yaitu rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar dengan menggunakan Desember 2007 sebagai tahun dasar perhitungan ISSI. Saham syariah yang masuk indeks ISSI secara khusus mampu menarik perhatian investor etis yaitu investor yang yang mendasarkan pada nilai-nilai ajaran agama berupa Al-Quran dan As-Sunnah (Syafiq M. H., 2013).

Studi fenomenologi mengenai pengumuman masuk dan keluarnya emiten pada indeks tertentu umumnya menunjukkan adanya *abnormal return* (Bris, Cantale, Hrnjić, & Nishiotis, 2012; Dasgupta, Gan, & Gao, 2010; Foucault & Gehrig, 2008). Hal ini mengindikasikan bahwa ada asimetri informasi sehingga timbul spekulasi. Fenomena ini pada prinsipnya tidak berbeda jauh dengan reaksi pasar terhadap berita geopolitik. Namun, bagaimanapun mayoritas emiten di ISSI adalah emiten di DES sehingga seharusnya kemungkinan terjadinya asimetri informasi cenderung lebih kecil. Penelitian ini menguji kandungan informasi masuknya saham dalam ISSI melalui reaksi pasar yang ditandai dengan adanya *abnormal return*. Penelitian ini berkontribusi pada perluasan literatur mengenai terjadinya *abnormal return* yang disebabkan asimetri informasi.

Data dan Metode Penelitian

Sampel dalam penelitian meliputi semua emiten masuk dalam indeks ISSI pada saat pertama kali indeks diterbitkan pada 12 Mei 2011. Ada 214 emiten. Sedangkan Operasionalisasi Variabel Penelitian adalah *Abnormal return* (AR). AR adalah selisih

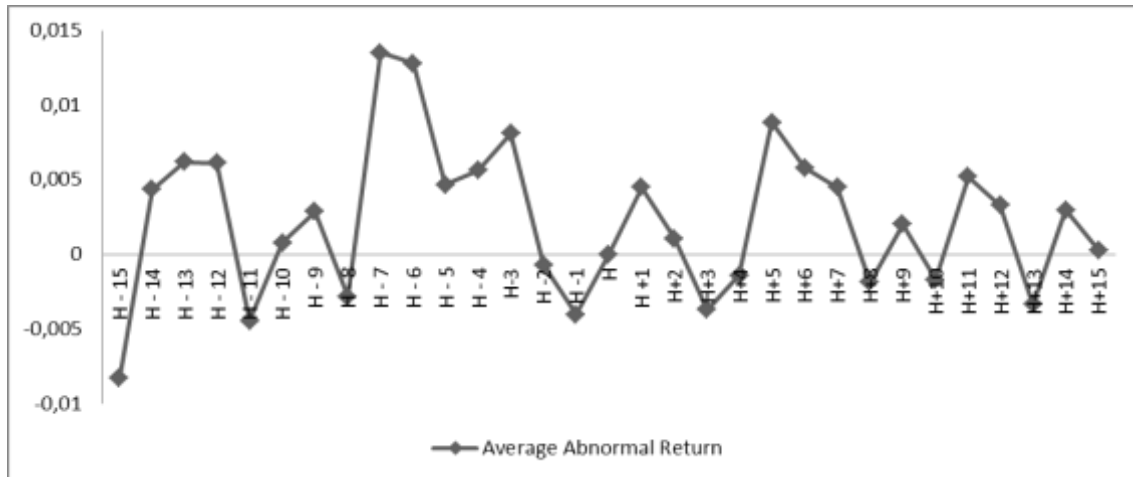
antara return sesungguhnya dan return yang diharapkan (*expected return*). Return sesungguhnya dihitung dengan rumus: $R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1})/P_{i,t-1}$, dimana $R_{i,t}$ = Return saham masing masing perusahaan, $P_{i,t}$ = Harga saham masing masing perusahaan pada tanggal t dan $P_{i,t-1}$ = Harga saham masing masing perusahaan pada tanggal t-1. Adapun return yang diharapkan dihitung dengan return pasar yang dirumuskan sebagai berikut: $R_{mt} = (IHS_{Gt} - IHS_{Gt-1})/IHS_{Gt-1}$, dimana R_{mt} = Return pasar, IHS_{Gt} = IHSG pada tanggal t dan IHS_{Gt-1} = IHSG pada tanggal t-1. Analisis data dengan studi peristiwa, Uji Beda T-Test dan regresi linier (*ordinary least squares/OLS*). Periode jendela waktu yang digunakan meliputi periode 15 hari sebelum tanggal indeks ISSI, yaitu tanggal 12 Mei 2011 (T-15 sampai dengan T-1) dan 15 hari sesudah tanggal indeks ISSI (T+1 sampai dengan T+15).

Hasil dan Pembahasan

Statistik deskriptif data penelitian menjelaskan jumlah, minimum, maksimum, rata-rata dan deviasi standar tampak pada Lampiran Tabel 1. Kinerja saham disekitar pengumuman indeks ISSI berfluktuasi pada kisaran -0,23442 sampai dengan 0,27064 dengan rata-rata antara -0,0028353 sampai dengan 0,0135215. Data return saham selama periode pengamatan sebelum dan sesudah pengumuman indeks ISSI ditabulasi dalam Lampiran Tabel 2. Hasil uji studi peristiwa atas return saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman indeks ISSI tampak Gambar 1. Gambar 1 menunjukkan tren return saham menurun sampai hari pertama sebelum pengumuman indeks ISSI (-0,00404) kemudian naik terus sampai hari pertama setelah pengumuman indeks ISSI (0,0045). Hal ini mengindikasikan adanya perubahan positif return saham terhadap pengumuman indeks ISSI. Namun dengan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang tepatnya pada 15 hari sebelum dan sesudah pengumuman indeks ISSI, pergerakan return saham tampak berfluktuasi secara stabil. Bahkan tren perkembangan return saham setelah pengumuman indeks ISSI tampak menurun dibandingkan periode sebelum pengumuman indeks ISSI. Hal ini mengindikasikan tidak adanya perubahan secara signifikan return saham disekitar pengumuman indeks ISSI.

Uji beda rata-rata mendasarkan pada periode pengamatan 15 hari sebelum dan 15 hari setelah pengumuman indeks ISSI, dan periode pengamatan 3 hari sebelum dan 3 hari sesudah pengumuman menunjukkan hasil tidak ada perbedaan signifikan antara return saham periode pengamatan sebelum pengumuman indeks ISSI dan periode pengamatan setelah pengumuman indeks ISSI. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi 0,590 pada tingkat 0,05 untuk periode pengamatan 15 hari sebelum dan setelah pengumuman indeks ISSI dan nilai signifikansi 0,788 pada tingkat 0,005 untuk periode pengamatan 3 hari sebelum dan setelah pengumuman indeks ISSI. Dari hasil pengujian menunjukkan bahwa penelitian menolak H_1 yang menyatakan Ada perubahan harga saham disekitar tanggal masuknya saham dalam indeks ISSI. Pengujian hipotesis dengan teknik regresi linier secara umum menghasilkan kesimpulan yang sama dengan temuan uji sebelumnya. Hasil uji diringkas dalam Tabel 1. Hasil uji t menghasilkan angka signifikansi 0,522 pada tingkat 0,05. Hal ini berarti peristiwa pengumuman indeks ISSI tidak mempengaruhi return saham. Temuan ini menolak H_2 yang menyatakan masuknya saham dalam indeks ISSI berpengaruh terhadap harga saham.

Gambar 1. Tren Return Saham 15 Hari Sebelum dan Sesudah Pengumuman Indeks ISSI



Tabel 1. Hasil Uji Beda Rata-Rata

Periode Pengamatan	Rata-Rata	Deviasi Standar	Hasil Uji
15 hari sebelum dan setelah pengumuman indeks ISSI	0,0012	0,0086	0,552 (0,590)
3 hari sebelum dan setelah pengumuman indeks ISSI	,00050	0,0028	0,307 (0,788)

Tabel 2. Hasil Uji *Ordinary Least Squares*

R	0,122
R Square	0,015
Adjusted R Square	-0,020
B	-0,001
Uji t	-0,649 (0,522)

Jika umumnya beberapa studi menunjukkan bahwa pengumuman keluar masuknya emiten dalam suatu indeks mengindikasikan adanya abnormalitas return, berbeda dengan hasil studi terhadap pengumuman ISSI yang tidak menunjukkan volatilitas harga. Hal ini juga sangat berbeda ketika pertama kali DES diluncurkan pada 2007 dengan reaksi pasar yang menunjukkan abnormal return yang positif. Hasil studi ini menggambarkan bahwa hampir tidak ada asimetri informasi pada saat pengumuman saham ISSI hal ini sangat mungkin dikarenakan saham-saham yang membentuk indeks ISSI adalah saham-saham yang masuk dalam DES dimana konstituen ISSI diseleksi ulang sebanyak dua kali dalam setahun, setiap bulan Mei dan November, mengikuti jadwal *review* DES. Laporan DES oleh OJK diterbitkan secara berkala pada akhir Mei dan November setiap tahun. Rutinitas penerbitan ini menjadikan investor tidak merespon

pengumuman DES dan tidak menganggap lagi sebagai informasi yang penting.

Secara umum asimetri informasi yang semakin membesar akan mempengaruhi volatilitas harga, demikian pula sebaliknya semakin kecil peluang terjadinya asimetri informasi maka semakin kecil kemungkinan terjadinya ketidakpastian harga (Kaestner, 2011; Wicaksono & Hasthoro, 2014). Ketika terdapat informasi asimetri, Perusahaan perlu memberikan kejelasan terhadap investor mengenai kondisi riil perusahaan sehingga bisa tetap menjaga stabilitas harga saham (Bertomeu & Magee, 2015; Cormier, Ledoux, Magnan, & Aerts, 2010; van Buskirk, 2012). Hasil ini menjadi penting karena informasi asimetri akan meningkatkan biaya transaksi dan menurunkan ekspektasi dan akibatnya akan menurunkan nilai saham perusahaan. Adanya keterbukaan informasi juga akan menghindari spekulasi yang berlebihan yang hanya bersifat seperti fenomena soap bubble (Miao, Yu, Xi, & Tang, 2011; Rannou & Barneto, 2016). Pembahasan singkat ini memberikan kesimpulan bahwa semakin kecil kemungkinan adanya informasi asimetri akan mengurangi volatilitas harga saham.

Kesimpulan, Saran dan Keterbatasan

Dari hasil pengujian hipotesis dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: 1) tidak terdapat perubahan harga saham disekitar tanggal masuknya saham dalam indeks ISSI. Hal ini dimungkinkan karena saham-saham yang membentuk indeks ISSI adalah saham-saham yang masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES); 2) harga saham tidak dipengaruhi oleh masuknya saham dalam indeks ISSI. Hal ini disebabkan karena adanya rutinitas penerbitan laporan menjadikan investor tidak merespon informasi pengumuman DES dan tidak menganggap lagi sebagai informasi yang penting; 3) pengumuman ISSI dianggap merupakan peristiwa di pasar modal yang tidak memiliki nilai asimetri informasi pengumuman ditandai dengan tidak adanya perbedaan signifikan secara statistik antara return saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman ISSI.

Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan variabel lain seperti volume perdagangan saham, frekuensi perdagangan saham dan lain-lain. Penelitian selanjutnya perlu menganalisis peristiwa-peristiwa signifikan yang terjadi selama *windows periods* yang mungkin mempengaruhi harga saham perusahaan dalam DES. Penelitian selanjutnya juga perlu mengkaji indeks baru lagi yang muncul yaitu Jakarta Islamic Indeks 70 (JII70 Index) adalah indeks saham syariah yang diluncurkan BEI pada tanggal 17 Mei 2018. Konstituen JII70 hanya terdiri dari 70 saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI sehingga dengan syarat saham syariah yang masuk dalam konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) telah tercatat selama 6 bulan terakhir dan dipilih 150 saham berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar tertinggi selama 1 tahun terakhir dari 150 saham tersebut, yang kemudian dipilih 70 saham berdasarkan rata-rata nilai transaksi harian di pasar regular tertinggi.

References

- Ady, S. U., Salim, U., & Susanto, H. (2010). Analisis Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Spread Harga Saham Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Wacana*.
- Bertomeu, J., & Magee, R. P. (2015). Mandatory disclosure and asymmetry in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.08.007>
- Bris, A., Cantale, S., Hrnjić, E., & Nishiotis, G. P. (2012). The value of information in cross-listing. *Journal of Corporate Finance*.

- <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.11.009>
- Cormier, D., Ledoux, M. J., Magnan, M., & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance*. <https://doi.org/10.1108/14720701011085553>
- Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000505>
- Fahdiansyah, R. (2016). The influence of Voluntary Disclosure, Asymmetri Information, Stock Risk, Firm Size and Institutional Ownership Towards Cost of Capital (COC). *Jurnal Aplikasi Manajemen*. <https://doi.org/10.18202/jam23026332.14.2.20>
- Foucault, T., & Gehrig, T. (2008). Stock price informativeness, cross-listings, and investment decisions. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.007>
- Kaestner, M. (2011). Information Asymmetry and Price Formation when Cognitive Biases Affect Traders' Strategies. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.733647>
- Kruger, R dan Toerien, F. 2013. The Impact Of Index Migrations On Share Prices: Evidence From The Johannesburg Stock Exchange. *The Journal of Applied Business Research*. Vol. 29, No. 6, pp. 1861-1872.
- Liu, S. 2001. Downward-Sloping Demand Curves for Stocks. *Working Paper*. University of Missouri-Columbia
- Miao, X., Yu, B., Xi, B., & Tang, Y. hong. (2011). Risk and regulation of emerging price volatility of nonstaple agricultural commodity in China. *African Journal of Agricultural Research*.
- Rannou, Y., & Barneto, P. (2016). Futures trading with information asymmetry and OTC predominance: Another look at the volume/volatility relations in the European carbon markets. *Energy Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2014.10.010>
- Shleifer, A. 1986. Do Demand Curve for Stocks Slope Down? *The Journal of Finance*. Vol. XLI, No. 3. Pp. 579-590.
- Syafiq M. H. 2013. Bukti Empiris Nilai Ekonomik pada Pengumuman Daftar Efek Syariah (DES) di Indonesia. *Jurnal Ilmu Syari'ah dan Hukum "Asy-Syir'ah"*. Vol. 47, No. 2 hlm. 676-702.
- van Buskirk, A. (2012). Disclosure frequency and information asymmetry. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0237-0>
- Wicaksono, A., & Hasthoro, H. A. (2014). Pengaruh Asimetri Informasi Terhadap Praktik Manajemen Laba (Studi Pada Perusahaan LQ-45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*.

Appendix

Tabel 1. Data Abnormal Return Harian Masing-Masing Saham ISSI

Hari	Jumlah	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Std. Deviasi
-15	196	-,23442	,22926	- ,0083236	,03412322
-14	196	-,05321	,22414	,0043641	,02448895
-13	196	-,16337	,24524	,0061965	,03267008
-12	196	-,04133	,24361	,0061237	,02457414
-11	196	-,14433	,18251	- ,0044678	,02881045
-10	196	-,16105	,19895	,0007863	,02807202
-9	196	-,03939	,23176	,0028550	,02993762
-8	196	-,08672	,27064	- ,0028353	,03303045
-7	196	-,16937	,25920	,0135215	,04055834
-6	196	-,03418	,34709	,0128013	,04589436
-5	196	-,13989	,34193	,0046550	,04496427
-4	196	-,07228	,34507	,0056395	,03625534
-3	196	-,18574	,25345	,0081114	,03680021
-2	196	-,25210	,24602	- ,0007098	,04133444
-1	196	-,19990	,22606	- ,0040432	,03550570
+1	196	-,12477	,25050	,0044877	,02714734
+2	196	-,17280	,25237	,0010744	,03556691
+3	196	-,12559	,24490	- ,0036913	,03892950
+4	196	-,14134	,10619	- ,0014281	,02790672
+5	196	-,09325	,17023	,0088488	,03177314
+6	196	-,14087	,17580	,0057879	,02790779
+7	196	-,16514	,34899	,0044886	,04200254
+8	196	-,13960	,28014	- ,0018842	,03372726
+9	196	-,13462	,22943	,0020090	,03579622
+10	196	-,12117	,15681	- ,0016962	,02487254
+11	196	-,06840	,21339	,0051923	,02932534
+12	196	-,20021	,22428	,0032746	,03119101
+13	196	-,07540	,16504	- ,0033441	,02285814
+14	196	-,16412	,22922	,0029798	,02775166

+15	196	-,24228	,17772	,0002805	,02938198
-----	-----	---------	--------	----------	-----------

Tabel 2. Rata-Rata Abnormal Return (AAR)

Hari	AAR	Hari	AAR
-15	-0,00832	+1	0,00449
-14	0,00437	+2	0,00108
-13	0,00620	+3	-0,00370
-12	0,00612	+4	-0,00143
-11	-0,00447	+5	0,00885
-10	0,00079	+6	0,00579
-9	0,00286	+7	0,00449
-8	-0,00284	+8	-0,00188
-7	0,01352	+9	0,00201
-6	0,01280	+10	-0,00170
-5	0,00465	+11	0,00519
-4	0,00564	+12	0,00328
-3	0,00811	+13	-0,00334
-2	-0,00071	+14	0,00298
-1	-0,00404	+15	0,00028