



REAKSI PASAR MODAL DENGAN ADANYA PENGUMUMAN PENERBITAN WARRANT TERHADAP HARGA SAHAM PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI

Nelmida¹

¹STIE Indonesia Baking School , nelmida@ibs.ac.id
nelmida@ibs.ac.id

Abstract

This study employ the reaction of the capital market on the stock warrants announcement before and after the date of warrant listing on the Indonesia Stock Exchange. The data used the secondary data from the company that has issued the warrant on the Indonesia Stock Exchange in the period 2011 - 2014 with a population of fifteen companies. The sampling technique used in this study is purposive sampling the ten companies selected for the research sample. The method analysis used in this study is the event study technique using fifteen windows before and after listing date warrant. Hypothesis testing using t-test statistics. Before testing the hypothesis, all data is stationary test using the Dickey Fuller and Phillips Perron Test. The Result found that there are significant differences abnormal returns and cumulative abnormal return before and after the date of warrant listing on the Stock Exchange Indonesia, and the Indonesian capital market is semi strong form efficiency.

Keyword: *Return, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, listing date warrant, and Indonesia Stock Exchange.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan mengetahui reaksi pasar dengan adanya penerbitan *warrant* saham sebelum dan sesudah *listing date warrant* pada Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan untuk analisis adalah data sekunder dari perusahaan yang telah menerbitkan *warrant* pada *Bursa Efek Indonesia* pada periode 2011 – 2014 dengan jumlah populasi lima belas perusahaan. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yang berjumlah sepuluh perusahaan yang terpilih untuk dijadikan sampel penelitian. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan teknik *event study* dengan menggunakan *windows* lima belas hari sebelum dan sesudah *listing date warrant*. Pengujian hipotesis dengan menggunakan uji *t*-statistik. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, semua data dilakukan uji stationer dengan menggunakan pendekatan yang dikembangkan oleh *Dickey Fuller* dan *Phillips Perron*. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* sebelum dan sesudah *listing date warrant* di Bursa Efek Indonesia dan pasar modal Indonesia dalam bentuk setengah kuat (Semi Strong Form Efficiency).

Kata Kunci: *Return Saham, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return, listing date warrant, dan Bursa Efek Indonesia.*

1. Pendahuluan

Dalam pasar yang kompetitif, pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru. Hal ini merupakan cara untuk mengukur pasar yang

efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi (Keane et.al, 2011). Fama (1970) menyatakan, ada tiga bentuk pasar modal efisien yaitu bentuk lemah, setengah kuat dan bentuk kuat. Tujuan membedakan



bentuk pasar ini, untuk mengklasifikasikan penelitian empiris terhadap efisiensi pasar. Pembagian ini juga didasarkan pada ketersediaan informasi, sehingga efisiensi pasar seperti ini disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (Reilly dan Brown, 1997). Investor akan melakukan transaksi di pasar modal berdasarkan keputusan dari berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi publik maupun privat. Dengan demikian, relevansi suatu informasi dapat dikatakan sebagai kaitan antara *volume* perdagangan di pasar modal dengan keberadaan informasi tersebut (Keane et.al, 2011). Informasi dapat mengurangi ketidakpastian yang terjadi, sehingga keputusan yang diambil diharapkan akan sesuai dengan tujuan yang diharapkan. Informasi dapat memiliki makna atau nilai jika keberadaan informasi tersebut menyebabkan investor melakukan transaksi di pasar modal yang akan tercermin dalam perubahan harga saham (Jogiyanto, 2005). Salah satu sumber informasi yang dapat digunakan untuk memprediksi harga saham oleh *investor* adalah *warrant*. *Warrant* merupakan opsi jangka panjang yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham atas nama dengan harga tertentu (Tandelilin 2001). Pengumuman perusahaan yang melakukan *warrant*, secara teoritis dan empiris telah menyebabkan harga saham bereaksi secara negatif dan ini adalah kejadian yang disebabkan oleh *systematic risk*. Harga saham setelah *warrant* secara teoritis akan mengalami penurunan. Hal ini wajar saja karena harga pelaksanaan *warrant* selalu lebih rendah dari harga pasar (Tandelilin 2001). Jogiyanto (2007) berpendapat, harga saham akan direspon secara tidak menguntungkan oleh pasar dengan adanya pengumuman *warrant*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar modal dengan adanya informasi penerbitan *warrant* terhadap perubahan saham di Bursa Efek Indonesia.

2. Tinjauan Pustaka

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Portofolio

Keane et.al (2011) menyatakan portofolio adalah serangkaian kombinasi

beberapa aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga. Markowitz (1952) mengembangkan suatu teori yang disebut dengan Teori Portofolio Markowitz. Teori Markowitz menggunakan beberapa pengukuran statistik dasar untuk mengembangkan suatu rencana portofolio, diantaranya *expected return*, standar deviasi baik sekuritas maupun portofolio, dan korelasi antar *return* (Keane et.al, 2011). Teori Portofolio Markowitz (1952) ini disebut juga sebagai *mean-Varian Model*, yang menekankan pada usaha memaksimalkan ekspektasi *return* (mean) dan meminimumkan ketidakpastian atau risiko (varian) untuk memilih dan menyusun portofolio optimal.

2.1.2 Return

Tandelilin (2001) berpendapat bahwa *return* merupakan laba investasi, baik melalui bunga atau *dividen*. Tujuan investor menanamkan modalnya pada suatu perusahaan adalah untuk mendapatkan imbalan atau keuntungan. Keane et.al (1983) menyatakan bahwa *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengukur *abnormal return*, yaitu Keane et.al (1983):

a. Model disesuaikan Rata-rata (*Mean Adjusted Model*)

Mean Adjusted Model merupakan *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Menggunakan model ini, *return* ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian *return* realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi, periode yang umum dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan 300 hari untuk mendapatkan data harian dan dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan (Reilly dan Brown, 1997).

b. Model Pasar (*Market Model*)



Perhitungan *return* ekspektasi dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan, yaitu :

- i. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi *return* estimasi.
- ii. Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan teknik regresi *OLS (Ordinary Least Square)*.

c. Model disesuaikan Pasar (*Market Adjusted Model*)

Market Adjusted Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar (Fama, Fisher, Jensen, dan Roll, 1969)

2.1.3 *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Capital Asset Pricing Model (CAPM) ialah model yang dapat digunakan untuk mengetahui *return* yang diharapkan (*required rate of return*) untuk aset-aset yang berisiko. *Required rate of return* yang dihasilkan CAPM dapat menjadi suatu batas untuk menentukan kewajaran nilai dari suatu investasi (Black, Jensen, dan Scholes, 1972). Misalnya telah diestimasi *return* yang akan dihasilkan oleh suatu investasi, maka untuk menentukan apakah investasi tersebut *overvalued*, *properly valued*, atau *undervalued* dilakukan perbandingan antara estimasi *return* dengan *required rate of return* hasil CAPM.

2.1.4 *Warrant*

Warrant adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham perusahaan dengan persyaratan yang telah ditentukan sebelumnya. Persyaratan tersebut biasanya mengenai harga, jumlah, dan masa berlakunya *warrant* tersebut. *Warrant* juga merupakan surat berharga yang memberi hak kepada pemegangnya untuk membeli saham dari penerbit *warrant* tersebut dengan harga tertentu Tandelilin (2001).

2.1.5 Efisiensi Pasar Modal

Pasar yang efisien adalah suatu kondisi dimana informasi tentang semua harga dapat diperoleh secara terbuka dan cepat tanpa adanya hambatan yang khusus. Fahmi (2009). Fama (1970) membedakan efisiensi pasar menjadi tiga macam, yaitu :

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar ecarah lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang.

2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang bersifat pribadi.

2.1.6 *Event Study*

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Keane et.al, 2011).



Pengujian kandungan informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar secara informasi (*informational market*) bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, maka pasar harus bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju harga keseimbangan yang baru (Keane et.al, 2011).

2.2 Telaah Penelitian Terdahulu dan Hipotesis

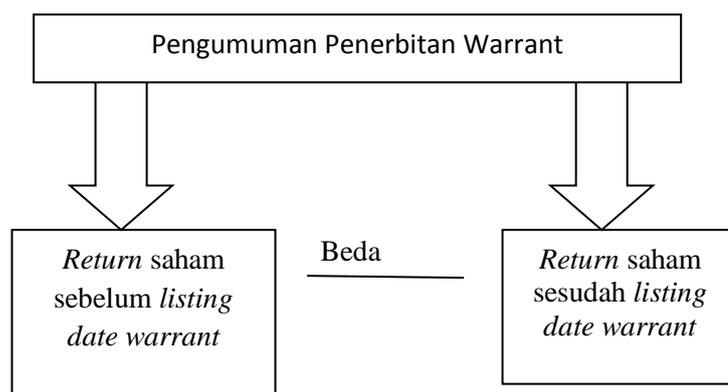
2.2.1 Hubungan Warrant dengan Return Saham

Zulkaranain (2008) di dalam penelitiannya menemukan bahwa adanya perbedaan *return* saham yang diterima investor antara periode sebelum maupun sesudah dilakukannya *listing date warrant*, di dalam penelitian tersebut *return* saham setelah dilakukannya *listing date warrant* menunjukkan kecenderungan menurun dibandingkan periode sebelum *listing date warrant*. Kondisi ini terjadi karena investor menilai risiko investasi yang

akan dihadapi ketika investor memilih warrant lebih rendah dibandingkan risiko berinvestasi dalam bentuk saham, akibatnya mekanisme permintaan dan penawaran terhadap saham menjadi menurun sehingga mendorong menurunnya harga saham dan *return* yang diterima pemegang saham. Kurniawan (2006) di dalam penelitiannya ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *return* saham yang diterima pemegang saham sebelum maupun sesudah pengumuman *listing date warrant* di Bursa Efek Indonesia. Tidak adanya informasi dan berita yang mampu memotivasi investor untuk berinvestasi dalam volume yang kuat mendorong harga saham baik sebelum maupun sesudah event tidak mengalami perubahan. Penelitian yang dilakukan oleh Zulkaranain (2008) menyimpulkan adanya perbedaan *return* sebelum dan sesudah *listing date warrant*.

H₁ : Terdapat perbedaan *return* saham sebelum dengan sesudah *listing date warrant*.

Sehubungan dengan itu dilakukan penelitian untuk melihat sejauh mana perbedaan *return* saham sebelum dengan sesudah *listing date warrant* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada kerangka konseptual berikut :



Gambar 1 Kerangka pemikiran

3. Metode Penelitian

3.1 Disain Penelitian

Jenis penelitian ini adalah *penelitian asosiatif* yaitu mempelajari dampak dari

sebuah kejadian spesifik yang informasinya dipublikasikan ke masyarakat. Penelitian ini berguna untuk menguji kandungan informasi dari suatu kejadian dan melihat reaksi pasar atas



informasi tersebut. Reaksi akan ditunjuk oleh adanya perubahan harga saham perusahaan

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan penerbitan *warrant* selama periode Januari 2010 sampai dengan Desember 2014. Sampel penelitian ini adalah perusahaan atau *emiten* yang mengeluarkan *warrant* dan memenuhi kriteria. Cara penentuan sampel dalam penelitian ini yaitu, dengan metode *purposive sampling* yaitu sampel penelitian adalah sampel yang memenuhi kriteria (Sekaran, 2004). Adapun kriteria yang diinginkan sebagai berikut : Perusahaan yang menerbitkan *warrant* di BEI periode 2010 sampai 2014. Tanggal pengumuman *warrant* dilaporkan dan tercatat pada *IDX Statistic*. Perusahaan yang menunda atau membatalkan *warrant* tidak termasuk dalam sampel.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan di dalam model penelitian ini adalah data *sekunder*. Menurut Sekaran (2004) menyatakan data *sekunder* adalah data yang telah dipublikasikan oleh individu, kelompok atau instansi kepada pihak pihak yang berkepentingan. Data tersebut diperoleh melalui Indonesian *Capital Market of Directory*. Data yang digunakan adalah data saham perusahaan yang melakukan penerbitan *warrant* tahun 2010 sampai dengan 2014 diperoleh dari *ICMD* dan *IDX Statistic*. Tanggal pengumuman *warrant* dari masing-masing perusahaan sampel diperoleh dari *IDX Statistic* tahun 2010 sampai dengan 2014.

3.4 Metoda Analisis Data

3.4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, varian, maksimum, minimum (Ghozali, 2001). Dengan deskriptif ini bisa diketahui deskripsi dari masing-masing variabel penelitian secara individu.

3.4.2 Pengujian Stationer

Dickey dan Fuller (1981) mengungkapkan bahwa pengujian stationer dimaksudkan untuk mengetahui pola keragaman data (*stationer*) bagi data yang bersifat runtut waktu (*time series*). Sebuah data dinyatakan stationer bila memiliki sebaran variance menyebar dan tidak membentuk sebuah pola yang jelas. Tahapan analisis untuk melakukan pengujian hipotesis dapat dilakukan setelah seluruh variabel telah memiliki pola keragaman data yang stationer. Untuk melakukan pengujian stationer masing-masing variabel digunakan pendekatan yang dikembangkan oleh Dickey dan Fuller (1981) dan (Phillips dan Perron, 1988). Di dalam pengujian dengan pendekatan tersebut masing-masing dinyatakan *stationer* bila memiliki nilai *probability* di bawah 0,05. Pengolahan data dapat dilakukan setelah seluruh variabel penelitian telah *stationer*.

3.5.3 Teknik Pengujian Hipotesis

Untuk menjawab hipotesis digunakan uji *t*-statistik, merupakan uji beda yang bertujuan untuk menguji dua sampel yang berbeda apakah mempunyai rata – rata yang secara signifikan yang berbeda atau tidak. Untuk estimator varians untuk konsisten, kembali normal perlu berkorelasi pada bagian lintas. Mengingat iniestimator varians, yang dapat dihitung untuk model pasar risiko disesuaikan, hipotesis nol bahwa rata-rata *abnormal return* adalah nol untuk setiap hari di jendela acara, dapat diuji dengan menggunakan rumus *t*-statistik (Campbell, Lo dan MacKinlay (1997). yaitu:

$$t - statistic = \frac{\overline{AR}_t}{[\text{var}(\overline{AR}_t)]^{1/2}} * \sqrt{N} \sim t\text{-distribution}$$

$$t - statistic = \frac{\overline{CAR}_t}{[\text{var}(\overline{CAR}_t)]^{1/2}} \sim t\text{-distribution}$$

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1 Hasil Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh sebelum dan sesudah *listing date warrant* di Bursa Efek Indonesia terhadap reaksi pasar.



Penelitian ini bersifat *event study* yang mengambil pengumuman *warrant* sebagai patokan periode pembandingan. Lamanya periode pembandingan yang digunakan adalah 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah pengumuman *listing date warrant* di Bursa Efek Indonesia.

Sesuai dengan kriteria pengambilan sampel yang dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh 10 perusahaan yang memenuhi kriteria dari 15 perusahaan yang menerbitkan *Warrant*, yang terdiri dari:

Tabel 1
Nama Perusahaan Sampel

No.	Nama Perusahaan
1	Pan Brothers Tbk (PBRX)
2	Bank Victoria International Tbk. (BVIC)
3	Kresna Graha Sekurindo Tbk. (KREN)
4	Clipan Finance Indonesia Tbk.(CFIN)
5	Asuransi Multi Artha Guna Tbk.(AMAG)
6	Panin Financial Tbk (PNLF)
7	Hotel Mandarine Regency Tbk (HOME)
8	Bhuwanatala Indah Permai Tbk (BIPP)
9	PT Laguna Cipta Griya Tbk (LCGP)
10	Bank Windu Kentjana International Tbk. (MCOR)

Sumber Bursa Efek Indonesia

4.2 Pengujian *Stationer*

Sebelum dilakukannya tahapan pengujian hipotesis terlebih dahulu dilakukan pengujian *stationer*. Dalam banyak kasus ditemukan jika data *time series* yang tidak stasioner dapat menghasilkan pola hubungan regresi palsu (Gujarati, 2003). Untuk mengukur keberadaan stasioneritas, salah satunya adalah dengan

menggunakan *Augmented Dickey Fuller Test* (1998) dan *Philips Perron Test* (2001). Berdasarkan uji tersebut, jika nilai ADF statistik dari data yang diuji lebih kecil dari pada nilai kritis *MacKinnon* maka dapat dikatakan bahwa data tersebut stasioner. Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan diperoleh ringkasan hasil terlihat pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji *Stationer*

Keterangan	ADF Test		P-P Test	
	Level			
Return	t-Statistic	Probability	Adj-Statistic	Probability
		-6,8119	0	-6,7560

Sumber: Hasil Olahan Data

Tabel 3 memperlihatkan bahwa *return* saham hasil pengujian *stationer* dilakukan dengan pendekatan *Augmented Dickey Fuller Test* (ADF Test), hasil pengujian memperlihatkan bahwa nilai *probability* yang dihasilkan adalah di bawah 0,01 (nol) dengan hasil uji *t-Statistic* adalah -

6,8119 maka dapat disimpulkan bahwa *variance* data yang mendukung *return* saham telah *stationer*. Begitu juga dengan hasil uji stasioner dengan pendekatan *Philips Perron Test* (P-P Test), hasil pengujian memperlihatkan bahwa nilai *probability* yang dihasilkan adalah di bawah 0,01 (nol)



dengan hasil *Adj-Statistic* adalah -6,7560 maka dapat disimpulkan bahwa variance data yang mendukung *return* saham telah *stationer*. Oleh sebab itu tahapan pengolahan data lebih lanjut dapat segera dilaksanakan.

Nilai *t*-Statistik berdasarkan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dan *Philips-Peron* (PP) dengan regresi pada tingkat level pada taraf signifikansi dengan *alpha* 1%.

4.3 Hasil Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

4.3.1 Hasil Uji Statistik *Abnormal Return* dan *Cummulative Abnormal Return*

Dalam menjawab perumusan masalah dan hipotesis penelitian yang bertujuan mengetahui reaksi pasar dengan adanya informasi penerbitan *warrant* terhadap perubahan harga saham di Bursa Efek Indonesia. Hal tersebut akan tercermin pada nilai *Abnormal return* dan *Cumulative Abnormal Return* saham sebelum dengan sesudah *listing date warrant* di Bursa Efek Indonesia. Untuk melakukan pengujian hipotesis digunakan uji *t*-statistik. Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan diperoleh ringkasan hasil seperti terlihat pada Tabel 4. Tabel 4 memperlihatkan hasil uji *t*-statistik terhadap nilai *abnormal return* dan

nilai *cumulative abnormal return* mulai dari 15 hari sebelum dan sesudah tanggal penerbitan *warrant* (*Listing date Warrant*) menunjukkan adanya reaksi pasar (*signal*) positif maupun negatif atau juga sering disebut dengan *sentiment* positif atau negatif. Dari Tabel 4, yang perlu menjadi perhatian adalah pada hari mendekati tanggal pengumuman penerbitan *warrant* (*Listing date Warrant*) yaitu pada dua sampai satu hari ari sebelum tanggal pengumuman penerbitan *warrant* menunjukkan nilai *t* statistiknya sebesar + 2,2045 dan + 3,4723 dengan tingkat keyakinan 95% (tingkat kesalahan 5%). Begitu juga dengan hasil uji *t*-statistik satu sampai dua hari setelah tanggal pengumuman penerbitan *warrant* menunjukkan nilai *t*-statistik sebesar + 6,6517 dan + 2,4600 dengan tingkat keyakinan 95% (tingkat kesalahan 5%). Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa hipotesis yang diajukan diterima yang berarti bahwa dengan adanya informasi pengumuman penerbitan *warrant* akan mengakibatkan terjadinya reaksi pasar dengan indikator terjadinya pergerakan harga saham di bursa efek, hal ini dapat dilihat dari nilai *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* menunjukkan nilai positif atau ini disebut juga dengan *sentiment* positif.

Tabel 4
Hasil Uji Statistik *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return*
Sebelum dan setelah pengumuman Penerbitan *Warant*

Hari Peristiwa	Abnormal Return	Nilai T-Statistik	CAR
----------------	-----------------	-------------------	-----



-15	-0.0101	-1.8387*)	-0.0101
-14	0.009	4.4627*)	-0.0011
-13	0.0257	6.0666*)	0.0246
-12	-0.0007	-0.116	0.0239
-11	0.0017	0.3879	0.0256
-10	-0.0049	-0.7041	0.0207
-9	-0.0238	-5.2399 *)	-0.0031
-8	0.0016	0.3699	-0.0015
-7	0.0255	4.1866 *)	0.024
-6	0.0002	0.0292	0.0242
-5	0.0462	13.4479 *)	0.0704
-4	-0.0146	-2.4694 *)	0.0558
-3	-0.003	-3.6287*)	0.0528
-2	0.0075	2.2046*)	0.0603
-1	0.0046	3.4723 *)	0.0649
0	0.0122	5.6027 *)	0.0771
1	0.0179	6.6517 *)	0.095
2	0.0281	2.4600 *)	0.1231
3	-0.0009	-0.1934	0.1222
4	0.0033	1.2878	0.1255
5	0.0209	5.6793 *)	0.1464
6	0.0162	4.2912 *)	0.1626
7	-0.0179	-6.6075 *)	0.1447
8	-0.0036	-0.9078	0.1411
9	-0.0041	-2.3809 *)	0.137
10	-0.0051	-1.0294	0.1319
11	-0.0092	-3.6863 *)	0.1227
12	-0.0091	-1.9434 *)	0.1136
13	-0.006	-0.9418	0.1076
14	0.0145	2.9184 *)	0.1221
15	-0.0062	-1.8085	0.1159

Sumber: Hasil Olahan Data *) Significant pada level α 5%

4.3.2 Perbedaan *Cumulative Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Hari Pengumuman *Listing Date Warrant*

Salah satu tujuan yang ingin diperoleh pemegang saham adalah untuk memperoleh *cumulative abnormal return* yang mempunyai nilai positif



(Black, Jensen, dan Scholes, 1972). Berdasarkan hasil penelitian terlihat adanya perbedaan nilai *cumulative abnormal return* seperti terlihat pada Tabel 5. Tabel 5 Panel A memperlihatkan nilai CAR (-5, +1) atau *Cumulative Abnormal Return* (CAR) lima hari sebelum sampai satu hari tanggal pengumuman penerbitan *warrant* (*Listing date Warrant*) menunjukkan nilai positif 0,0707 dengan nilai t- statistik sebesar 1,8116

dengan tingkat keyakinan 95% (tingkat kesalahan 5%). Berikutnya nilai CAR (-3, +5) atau nilai *cumulative abnormal return* pada tiga hari sebelum tanggal pengumuman penerbitan *warrant* sampai lima hari setelah tanggal pengumuman penerbitan *warrant* dengan nilai positif 0,0904 dan nilai t- statistik sebesar 1,9329 dengan tingkat keyakinan 95% (tingkat kesalahan 5%).

Tabel 5
Hasil Uji T-Statistik *Cumulative Abnormal Return*

Panel A: Sebelum Pengumuman Penerbitan <i>Warrant</i>		
Period	CAR	t-test
CAR (-5, +1)	0,0707	1,8116*
CAR (-3, +5)	0,0904	1,9329*
CAR (-2, +5)	0,0934	2,0763**
CAR (-1, +5)	0,0859	2,0041**
Panel B: Setelah Pengumuman Penerbitan <i>Warrant</i>		
CAR (+1, +5)	0,0692	1,8718*
CAR (+4, +5)	0,0242	1,8017*

** tingkat signifikan pada 5%, dan * tingkat signifikan 10%

Selanjutnya nilai CAR (-2, +5) atau nilai *cumulative abnormal return* pada dua hari sebelum tanggal pengumuman penerbitan *warrant* sampai lima hari setelah tanggal pengumuman penerbitan *warrant* dengan nilai positif 0,0934 dan nilai t- statistik sebesar 2,0763 dengan tingkat keyakinan 95% (tingkat kesalahan 5%). Seterusnya nilai CAR (-1, +5) atau nilai *cumulative abnormal return* pada satu hari sebelum tanggal pengumuman penerbitan *warrant* sampai lima hari setelah tanggal pengumuman penerbitan *warrant* dengan nilai positif 0,0859 dan nilai t- statistik sebesar 2,0041 dengan tingkat keyakinan 95% (tingkat kesalahan 5%). Berdasarkan hasil tersebut menunjukkan bahwa hipotesis yang diajukan dapat diterima, yang mana bahwa dengan adanya informasi

penerbitan *warrant* berdampak adanya reaksi pasar pada Bursa Efek Indonesia yang akan terlihat pada harga pasar dari saham perusahaan yang menerbitkan *warrant*.

Pada Tabel 5 Panel B menunjukkan nilai CAR (+1, +5) atau *Cumulative Abnormal Return* (CAR) satu hari sampai lima hari setelah tanggal pengumuman penerbitan *warrant* (*Listing date Warrant*) menunjukkan nilai positif 0,0692 dan nilai t- statistik sebesar 1,8718 dengan tingkat keyakinan 95% (tingkat kesalahan 5%). Berikutnya nilai CAR (+4, +5) atau nilai *cumulative abnormal return* pada empat hari sampai lima hari setelah tanggal pengumuman penerbitan *warrant* dengan nilai positif 0,0242 dan nilai t- statistik sebesar 1,8017 dengan tingkat keyakinan 95%



(tingkat kesalahan 5%). Berdasarkan hasil tersebut juga menunjukkan bahwa hipotesis yang diajukan dapat diterima, yang mana bahwa dengan adanya informasi penerbitan *warrant* berdampak adanya reaksi pasar pada Bursa Efek Indonesia yang akan terlihat pada terjadi kenaikan harga pasar dari saham perusahaan yang menerbitkan *warrant*, hal ini dapat dikatakan bahwa terjadi sentiment positif terhadap harga saham perusahaan yang menerbitkan *warrant*.

4.4. Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis maka dapat dilakukan beberapa pembahasan penting yaitu pembahasan berkaitan dengan perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *Listing Date Warrant* dan pembahasan perbedaan *Cumulative Abnormal Return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *Listing Date Warrant*.

4.4.1 Return Saham Sebelum dan Sesudah Hari Pengumuman *Listing Date Warrant*

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terlihat bahwa mulai 14 hari sampai 13 hari, 9 hari, 7 hari, dan 5 hari sampai 1 hari sebelum *listing date warrant*, terlihat ada terjadinya perubahan *return* saham yang signifikan positif. Tetapi yang menjadi fokus perhatian adalah pada hari mendekati *listing date warrant*, dimana perubahan *return* saham menunjukkan nilai signifikan positif. Hal ini dapat diindikasikan bahwa dengan adanya informasi pengumuman *listing date warrant* yang berdampak pada reaksi pasar di Bursa Efek Indonesia yang memberikan sinyal positif terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Michael Aitken dan Reuben Segara (2005) dan Kurniawan (2006), tetapi tidak konsisten dengan hasil penelitian Zulkaranain (2008). Kejadian tersebut

pelaku pasar memiliki respon yang positif terhadap harga saham perusahaan. Disamping itu manajemen perusahaan pada hari tersebut juga mampu mempengaruhi pelaku pasar melalui strategi dan program investasi yang ditawarkan kepada pelaku pasar (investor diluar perusahaan) akibatnya mekanisme permintaan dan penawaran saham perusahaan relatif meningkat sehingga mendorong terjadinya peningkatan harga saham, ketika pemegang saham melepas saham mereka akan mendapatkan *capital gain* atau *return* yang cenderung meningkat. Sebaliknya hari kelima belas, kesembilan, dan keempat sebelum tanggal pengumuman (*event*) terjadi perbedaan yang signifikan negative dari nilai *return* saham yang diterima pemegang saham, dimana terjadi penurunan *return* saham yang diterima oleh investor. Hal ini disebabkan adanya sentiment negatif pelaku pasar pada hari perdagangan yang diakibatkan kejadian diluar perusahaan seperti adanya peningkatan tingkat inflasi secara tiba tiba. Selain itu bisa juga disebabkan oleh depreciasi nilai kurs hingga aksi ambil untung yang dilakukan investor akan mendorong turunnya mekanisme permintaan dan penawaran terhadap saham sehingga harga saham cenderung menurun, bagi investor yang terlanjur melepas sebagian kepemilikan sahamnya pada hari tersebut tentu akan mendapatkan *capital loss*.

Berdasarkan hasil analisa didapat bahwa adanya reaksi pasar dengan adanya informasi penerbitan *Warrant*, maka dapat dikatakan bahwa pasar modal Indonesia termasuk pasar modal dalam bentuk efisiensi setengah kuat karena harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Dengan kata lain, para pemodal



tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan informasi yang tersedia kepada publik (*public information*) dengan adanya penebitan *Warrant* Famma (1970).

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan hasil pengujian hipotesis maka dapat diajukan beberapa kesimpulan penting yang merupakan inti dari penelitian yaitu sebagai berikut :

1. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa pada hari kedua sebelum dan setelah pengumuman *listing date warrant* terjadi kecenderungan peningkatan *return* jika investor yang berada dimasing-masing perusahaan berniat melepas sahamnya akan memperoleh keuntungan yang lebih dibandingkan dengan hari biasa. Hal ini akan menarik bagi investor yang akan menanamkan dananya di Pasar Modal khususnya untuk perusahaan yang diteliti ini. Investor akan memperoleh *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* yang positif (menguntungkan).
2. Berdasarkan hasil pengolahan data terlihat bahwa tidak terdapat perbedaan nilai *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* baik periode sebelum maupun sesudah di umumkan *listing date warrant*, kondisi tersebut memperlihatkan bahwa kestabilan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang diperoleh investor sepanjang hari perdagangan baik lima belas hari sebelum dan sesudah *listing date warrant* tidak selamanya menghasilkan keuntungan yang signifikan. Namun pada hari perdagangan lima hari sebelum dan sesudah *listing date warrant*

memperlihatkan nilai *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang signifikan, sehingga dengan adanya penerbitan *warrant* akan meningkatkan keuntungan yang diperoleh investor.

3. Berdasarkan hasil penelitian, bahwa bentuk pasar modal Indonesia termasuk Pasar Modal efisiensi setengah kuat (*semi strong form*). Hal ini disebabkan tingkat keuntungan yang diperoleh investor pada hari perdagangan lima hari sebelum dan sesudah *listing date warrant* mengalami peningkatan, karena investor memperoleh informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan penerbitan *warrant* akan mempengaruhi harga pasar saham di pasar modal. Sehingga tingkat keuntungan yang diperoleh investor mengalami peningkatan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian yang telah dilaksanakan ini masih memiliki beberapa kelemahan yang disebabkan oleh adanya keterbatasan dalam pembuatan penelitian ini, keterbatasan tersebut adalah:

1. Penelitian ini menggunakan metode analisa dengan event studi yang hanya bisa melihat pengaruh reaksi pasar untuk jangka waktu pendek (*short window*).
2. Periode *event study* yang digunakan relatif pendek yaitu selama 15 hari sebelum dan setelah tanggal pengumuman penerbitan *warrant* sehingga mempengaruhi akurasi hasil yang diperoleh di dalam penelitian ini.
3. Periode tahun penelitian yang digunakan relatif pendek yaitu selama periode waktu 5 tahun sehingga mempengaruhi jumlah perusahaan yang menjadi sampel di dalam penelitian ini.



5.3 Implikasi Penelitian

Berdasarkan analisis dan pembahasan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan dapat diajukan beberapa implikasi penting yang merupakan saran untuk perusahaan yaitu:

1. Bagi perusahaan diharapkan terus meningkatkan kinerja operasional dan berusaha menjaga komitmen kepada pemegang saham seperti upaya untuk mensejahterakan pemegang saham melalui pembayaran *dividen*, semakin menariknya program yang akan dijalankan management tentu akan mendorong muncul sentiment positif sehingga memberikan peningkatan *return* saham yang dimiliki perusahaan.
2. Investor yang percaya bahwa pasar dalam kondisi yang tidak efisien akan menerapkan strategi perdagangan aktif. Investor tersebut secara aktif melakukan perdagangan di pasar agar bisa mendapatkan return yang lebih besar dibandingkan dengan return pasar. Untuk itu investor akan melakukan analisis-analisis baik analisis teknik maupun analisis fundamental. Investor yang percaya mengenai adanya pola tertentu dalam pergerakan harga yang dapat digunakan untuk memperoleh *return* akan melakukan analisis teknikal untuk menentukan nilai intrinsik dari suatu sekuritas.
3. Bagi investor yang percaya dalam kondisi efisien, akan cenderung menerapkan strategi perdagangan pasif, dengan membentuk portofolio yang bisa mereplikasi indeks pasar. Investor seperti ini percaya bahwa tidak ada satu investor pun yang dapat memperoleh *return* yang lebih besar dari *return* pasar.

5.4 Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian, maka dapat mengajukan beberapa saran yang dapat bermanfaat bagi penelitian dimasa mendatang yaitu:

1. Diharapkan bagi penelitian yang akan datang untuk menggunakan metode analisa penelitian yang lainnya selain hanya menggunakan *event study*, saran ini sangat penting sebagai upaya untuk dapat melihat pengaruh reaksi pasar dalam jangka waktu panjang (*long window*).
2. Diharapkan bagi penelitian yang akan datang untuk memperpanjang *event study* (*long window*) yang akan diuji seperti memperpanjang *event study* selama 60 hari sebelum dan setelah tanggal pengumuman penerbitan warrant, saran ini sangat penting sebagai upaya untuk meningkatkan akurasi hasil penelitian dimasa mendatang.
3. Diharapkan bagi penelitian yang akan datang untuk memperpanjang periode penelitian, seperti 10 hingga 15 tahun, saran ini sangat penting sebagai upaya untuk menambah jumlah perusahaan yang menerbitkan warrant dan menambah sampel yang akan digunakan di dalam penelitian dimasa datang.

DAFTAR PUSTAKA

- Black, F., Jensen, M., & Scholes, M. (1972) *The capital asset pricing model: Some empirical test*. In *Studies in the Theory of Capital Markets* New York, ed. M. C. Jensen, Praeger.
- Campbell, J., Lo, A. W. & MacKinlay A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.



- Dickey, D. A. (1976). Estimation and hypothesis testing in nonstationary time series, PhD Thesis, Iowa State University.
- Dickey, D. A., & Fuller, W.A. (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with unit root. *Econometrica*, 49(4): 1057-1072.
- Dickey, D.A., & Fuller, W.A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with unit root. *Journal of the American Statistical association*, 74(3): 427-431.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R. (1969). The adjustment stock price to new information. *International Economics Review*, 10 (February), pp.1-21.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *the Journal of Finance*, 25(2): 383-417.
- Fahmi, Irham. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Alfabeta: Bandung.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program Eviews*. Semarang : Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar .N. (2009). *Basic Econometric*. McGraw-Hill Irwin, Boston
- Jogiyanto. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPF: Yogyakarta.
- Keane, S. M. (2011). *Stock markets efficiency: Theory, evidence and implication*, Oxford: Philip Allan.
- Kurniawan, Adi Taufan. 2010. *Analisis Dampak Pengumuman Warrant Terhadap Likuiditas Saham di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol.12 No. 3 Desember*.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, March.
- Michael Aitken dan Reuben Segara (2005). Impact of warrant introductions on the behaviour of underlying stocks: Australian evidence. *Accounting & finance journal [Volume 45, Issue 1](#)*, pages 127-144
- Phillips, P. C. B., & Perron, P. (1988). Testing for unit root in time series regressions, *Biometria*, 75, 335-346.
- Reily, F., and Brown, K. (1997). *Investment analysis and portfolio management*. Philadelphia: San Diego: Dryden Press
- Sekaran, Uma (2011). *Business Research Methode*. A John Wiley and Sons, Ltd, Publication. United Kingdom
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. BPF. Yogyakarta.
- Zulkarnain. 2010. Perbandingan Return Saham Sebelum dengan Sesudah Listing Date Warrant Pada Bursa Efek Indonesia. *JBM Volume 6 No.3 Mei*