

## REAKSI PASAR TERHADAP PERISTIWA *RIGHT ISSUED* DI BURSA EFEK INDONESIA

Ni Komang Lianawati<sup>1</sup>  
Ni Putu Ayu Darmayanti<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
e-mail: liana.anaa@yahoo.com/ telp: +62 83 114 77 54 49

### ABSTRAK

*Corporate action* merupakan langkah perusahaan ndalam rangka menarik investor untuk melakukan transaksi di pasar modal. *Corporateaction* yang bisa dilakukan oleh perusahaan adalah *right issue*. *Right issue* berupa hak yang diberikan kepada semua pemegang saham untuk membeli saham dengan harga yang telah ditentukan, biasanya harganya di bawah harga pasar. Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia mengambil jumlah sampel sebanyak 67 perusahaan dengan menggunakan metode *purposive sampling* memperoleh 75 peristiwa *right issue* pada periode 2010-2014. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji *one sample t-test* dan *paired sample t-test*. Hasil penelitian menunjukkan terdapat *abnormal return* disekitar peristiwa *right issue* di Bursa Efek Indonesia dan tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah *right issue* di Bursa Efek Indonesia.

*Kata kunci: right issue, abnormal return, efisiensi pasar*

### ABSTRACT

*Corporate action is a way of company in order to attract the investor to conduct transaction in capital market. Corporate action can be done by the company one of them is right issue. Right issue is the right given for shareholder to buy the share with the price has been determined, commonly the price is under market price. This study was conducted at Indonesia Stock exchange by taking sample as much 67 company by using purposive sampling and get 75 right issue moment in period of 2010-2014. Hypotesis testing was conducted by using one sample t-test and paired sample t-test. The result shows there is abnormal return around right issue moment at Indonesia stock exchange and there is no difference between abnormal return before and after right issue at Indonesi stock exchange.*

*Keywords: right issue, abnormal return, market efficiency*

## PENDAHULUAN

Dalam dunia pasar modal, ada dua pihak yang memiliki kepentingan yaitu investor dan emiten. Investor sebagai pihak yang kelebihan dana dapat melakukan alternatif

investasi pada *financial assets*, sedangkan emiten sebagai pihak yang membutuhkan dana dapat memperoleh alternatif dana eksternal jangka panjang. Investor dan emiten dihubungkan oleh pasar modal yang menjadi perantara terjadinya transaksi menghimpun dana, sehingga pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas (Tandelilin, 2010:26).

Perkembangan aktivitas pasar modal yang pesat akan membawa perubahan besar pada tuntutan kualitas informasi. Dalam pasar modal yang efisien semua informasi baru dengan cepat dan secara lengkap tercermin dalam harga sekuritas (Tandelilin, 2010:219). Semakin cepat informasi tercermin dalam harga sekuritas, semakin efisien pasar modal yang bersangkutan (Husnan, 2005:260). Menurut Fama (1970) (dalam Tandelilin, 2010 : 223), mengklasifikasi bentuk pasar efisien ke dalam tiga kategori yaitu pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak form*), pasar efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*), dan pasar efisien dalam bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan. Suatu pasar dinyatakan efisien setengah kuat apabila informasi terserap atau direspon dengan cepat oleh pasar. Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat dapat diuji melalui studi peristiwa (*event study*).

*Event study* diartikan sebagai menganalisis reaksi pasar terhadap harga sekuritas, baik pada saat peristiwa itu maupun beberapa saat setelah peristiwa itu terjadi. Informasi yang terima dari pasar dapat berupa berita baik atau berita buruk.

Hipotesis pasar efisien memprediksi bahwa pasar akan memberikan reaksi pasar positif untuk berita baik, dan reaksi negatif untuk berita buruk. Reaksi pasar tersebut tercermin dari *return* tak normal positif (berita baik) dan *return* tak normal negatif (berita buruk) (Tandelilin, 2010:565). Jadi dalam *event study* kandungan informasi suatu peristiwa dapat diukur dengan melihat *return* tak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Jika terdapat *abnormal return* maka kandungan informasi yang ada sangat baik, dan sebaliknya kandungan informasi yang tidak bermanfaat pada saat tidak terdapat *abnormal return* dalam pengumuman informasi tersebut (Pratama, 2013).

*Abnormal return* adalah selisih antara *return actual* (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan (Samsul, 2006:275). Selisih dari kedua *return* dapat berupa selisih positif dan selisih negatif. Situasi yang diharapkan oleh investor ketika terjadi *abnormal return* positif yaitu untuk memperoleh keuntungan di atas normal karena pada saat itu terdapat *return* yang sesungguhnya lebih besar dari *return* yang diharapkan. Apabila terjadi sebaliknya maka dapat dikatakan pasar memiliki respon negatif. Untuk mendapatkan *abnormal return* positif, investor perlu menganalisis informasi yang ada di pasar modal.

Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate action*) (Sri,

2009). Pada umumnya *corporate action* secara langsung maupun tidak langsung akan mempengaruhi harga sekuritas yang beredar, komposisi kepemilikan sekuritas, pergerakan harga sekuritas dan lain sebagainya sehingga akan berpengaruh terhadap kepentingan *stakeholders* dan khususnya *shareholders*. *Corporate action* merupakan langkah perusahaan dalam rangka memberikan informasi yang mampu menarik investor untuk melakukan transaksi di pasar modal. Tujuan perusahaan melakukan *corporate action* untuk meningkatkan kinerja yang bersifat jangka pendek maupun jangka panjang. Beberapa bentuk *corporate action* yang dilakukan para emiten adalah *right issue*, saham bonus, pengumuman dividen, *stock split*, merger dan akuisisi.

*Right issue* merupakan *corporate action* berupa hak yang diberikan kepada semua pemegang saham untuk membeli saham dengan harga yang telah ditentukan, biasanya harganya di bawah harga pasar. Pada pengumuman *right issue* menawarkan harga saham yang lebih rendah dari harga pasar, sehingga diharapkan investor tertarik untuk membeli (Brigham dalam Widaryanti, 2006). *Right issue* tidak memaksa investor untuk membelinya. Apabila pemegang saham tidak ingin membeli tambahan saham baru maka investor bisa menjual haknya ke orang yang mau membeli saham tersebut. Alasan perusahaan melakukan *right issue* adalah untuk melindungi kepentingan pemegang saham perusahaan khususnya dalam melaksanakan hak *preemptive*. Hak *preemptive* merupakan hak bagi pemegang saham lama untuk membeli terlebih dahulu saham baru pada harga tertentu dalam waktu kurang dari 6 bulan (Samsul, 2006:844). *Right issue* akan

menguntungkan investor lama jika pada saat *right issue* perusahaan memiliki prospek yang bagus dan dana yang diperolehnya dipergunakan untuk investasi yang menguntungkan.

Kurniasari dan Nugraheni (2003) menyatakan bahwa secara teoritis harga sekuritas setelah pengumuman *right issue* akan mengalami penurunan, karena harga saham dalam pelaksanaan *right issue* selalu lebih rendah dari harga pasar. Dengan demikian, kapitalisasi pasar sekuritas akan naik dalam prosentase yang lebih kecil daripada prosentase jumlah saham yang beredar. *Right issue* akan berdampak terhadap meningkatnya penawaran jumlah saham beredar, yang selanjutnya secara temporer akan menurunkan harga saham. Pendanaan melalui *right issue* memberikan reaksi pasar ganda bagi fluktuasi harga saham. Pertama, harga saham akan berfluktuasi setelah diumumkannya *right issue*. Kedua, harga saham juga akan berfluktuasi setelah masa berlaku penawaran (*cum date*) atau pada saat penawaran tidak berlaku lagi (*ex date*). Hal ini disebabkan investor mengambil sikap antisipasi terhadap adanya informasi yang merupakan *good news* atau *bad news* bagi investor.

Loughan dan Ritter (dalam Rahayu, 2010) meneliti kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* dan yang tidak melakukan *right issue* dengan melihat *return* yang dihasilkannya. Hasilnya menunjukkan *return* perusahaan yang melakukan *right issue* lebih rendah daripada yang tidak melakukan *right issue*. Temuan ini konsisten dengan model *signalling theory* yang mengasumsikan adanya informasi asimetri di antara berbagai partisipan di pasar modal. *Signalling theory* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap

pengumuman penambahan saham baru yang mengindikasikan adanya penurunan nilai perusahaan. Investor menangkap keputusan ini sebagai sinyal memburuknya kondisi kesehatan perusahaan.

*Signaling theory* mengungkapkan bahwa suatu pengumuman dianggap sebagai sinyal yang positif karena manajer perusahaan menyampaikan prospek masa depan yang baik ke publik. Alasan sinyal ini didukung dengan kenyataan bahwa perusahaan yang melakukan pengumuman merupakan perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik. Jika pasar bereaksi karena informasi pengumuman tersebut, hal ini bukan berarti bahwa pasar bereaksi karena informasi pengumuman tersebut, akan tetapi bereaksi karena mengetahui prospek perusahaan di masa depan yang disinyalkan melalui pengumuman.

Penelitian oleh Edirisinghe dan Nimal(2015) yang menyatakan bahwa terdapat reaksi harga saham yang signifikan terhadap utang dan ekuitas pada saat pengumuman *right issue* yang dilakukan di perusahaan yang terdapat di Colombo. Selain itu terdapat pula penelitian yang dilakukan oleh Ramesh dan Rajumesh(2014) menemukan terjadi reaksi pasar yang kuat setelah hari pengumuman *right issue*. Informasi diserap dengan sangat cepat pada hari ke-0 pengumuman. Penelitian yang dilakukan Miglani (2011), Malhotra *et al* (2012), Raja (2012), Sri (2009), Hartono (2009) juga memberikan kesimpulan bahwa terdapat informasi baik (*good news*) terhadap pengumuman *right issue* sehingga menghasilkan *abnormal return* yang positif.

Penelitian Agarwal dan Pitabas (2012) yang dilakukan di India menghasilkan penelitian dengan melihat respon pasar yang positif tetapi secara statistik tidak

signifikan terhadap *right issue* dan hasilnya juga konsisten dengan negara-negara yang berkembang. Selain itu, *abnormal return* yang diamatidi sekitar tanggal pengumuman terdapat hubungan negatif dengan penurunan *leverage* dan diskon harga yang ditawarkan dalam *right issue*. Kesimpulan penelitian tersebut juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Samitas (2004), Kiremu *et al* (2013), Ngatuni *et al* (1996), Selva (2009), Fahmi dkk (2013) yang menemukan *abnormal return* negatif sehingga terjadinya reaksi pasar yang negatif terhadap *right issue* .

Dengan perbedaan hasil penelitian tersebut, ada sebuah peluang kembali untuk meneliti mengenai reaksi pasar terhadap peristiwa *right issue* di Bursa Efek Indonesia.

Pasar Modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas (Tandelilin, 2010:26). Di pasar modal, yang diperjualbelikan adalah modal berupa hak kepemilikan perusahaan dan surat pernyataan utang perusahaan. Pembeli modal adalah individu atau organisasi/lembaga yang bersedia menyisihkan kelebihan dananya untuk melakukan kegiatan yang menghasilkan pendapatan melalui pasar modal, sedangkan penjual modal adalah perusahaan yang memerlukan modal atau tambahan modal untuk keperluan usahanya (Rahayu, 2010).

Definisi efisiensi pasar ini akan melihat pasar dalam proses dinamik, yang menurut Beaver (1989) mendasarkan pada distribusi informasi yang dimiliki oleh investor. Dimana pasar efisien jika harga-harga saham terjadi jika setiap orang

mempunyai informasi yang sama. Definisi efisiensi pasar yang statis tidak mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan kecepatan proses distribusinya (Dion, 2004). Menurut Fama tahun 1970 (dalam Jogiyanto 2013:500 ) terdapat 3 (tiga) bentuk-bentuk efisiensi pasar secara informasi, yaitu: Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*), Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*semistrong form*), Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*strong form*)

Menurut Jogiyanto (2013:536) 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 .

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

*Corporate action* merupakan langkah perusahaan dalam rangka memberikan informasi yang mampu menarik investor untuk melakukan transaksi di pasar modal. Tujuan perusahaan melakukan *corporate action* untuk meningkatkan kinerja yang bersifat jangka pendek maupun jangka panjang.

Menurut Robert (1997) (dalam Rahyu tahun 2010), *right issue* atau HMETD (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu) adalah hak yang diberikan kepada semua pemegang saham untuk membeli saham dengan harga yang telah ditentukan, biasanya harganya di bawah harga pasar. *Right issue* memberikan hak bagi pemegang saham lama untuk membeli terlebih dahulu (*preemptive right*) saham baru pada harga tertentu dalam waktu kurang dari 6 bulan (Samsul, 2006:84).

Harga tertentu yang dimaksudkan adalah harga yang ditetapkan di muka, yang besarnya di bawah harga pasar saat diterbitkan. Apabila harga tembusan atau harga pelaksanaan (*exercise price* atau *strike price*) di atas harga pasar, maka tidak akan ada yang menukarkan *right* dengan saham karena investor lebih murah beli di pasar. Pemegang saham lama berhak membeli saham baru dalam jumlah yang sebanding dengan saham yang dimilikinya. Pada saat *right issue*, perusahaan akan mengirimkan satu hak untuk setiap lembar saham yang dipegang oleh investor. Apabila seorang pemegang saham lama tidak ingin menukar *right* dengan saham, maka bukti *right* dapat dijual di bursa efek melalui broker efek (Rahayu, 2010).

*Return Tak Normal (Abnormal return)* merupakan selisih *return* aktual (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) yang dapat terjadi

sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan (Samsul, 2006:275). *Return* tak normal digunakan dalam penelitian studi peristiwa untuk menganalisis apakah suatu peristiwa mempunyai kandungan informasi atau tidak dan juga untuk menguji efisiensi pasar (Dewi, 2014). Jogiyanto (2013:610) menyatakan bahwa *expected return* dapat dihitung dengan tiga model yaitu *Mean Adjusted Model*, *Market Model*, dan *Market Adjusted Model*.

*Signalling theory* menyatakan bahwa ada peristiwa yang dapat memberikan sinyal terhadap reaksi informasi yang ada di pasar. *Signalling theory* memberikan sinyal terhadap pasar dengan tujuan menarik perhatian investor. Saat pengumuman telah dipublikasikan maka pelaku pasar menganalisis dan memilih informasi yang baik (*good news*) atau informasi yang buruk (*bad news*). Saat perusahaan memberikan reaksi yang positif maka sinyal dapat dipercaya oleh pasar (Sri, 2009).

Reaksi negatif terhadap pengumuman *right issue* dapat dijelaskan dengan teori sinyal (*signaling theory*). Asumsi utama dalam teori sinyal adalah bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar, dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkannya, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibanding pihak luar perusahaan (investor) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan (Gardiny, 2005).

### **Hipotesis Penelitian**

Penelitian tentang pengujian reaksi pasar dapat diukur melalui adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman penerbitan saham. *Abnormal return* berasal dari selisih *actual return* dengan *expected return*. *Expected return* biasanya disebut juga dengan *return normal* (*return* yang diharapkan investor) (Trisna, 2013).

Di Colombo, Ramesh dan Rajumesh (2014) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menguji reaksi pasar saham terhadap informasi *right issue* dan mengetahui dampak pengumuman *right issue* terhadap saham. Dengan menggunakan uji t memperoleh hasil bahwa reaksi pasar yang signifikan kuat di sebelah kanan hari masalah pengumuman. Informasi dari *right issue* diserap oleh pasar pada hari 0, menunjukkan bahwa informasi yang diserap cepat oleh partisipasi pasar. Hal ini terbukti dari hasil empiris hari acara yang menyediakan signifikan secara statistik pada tingkat 5%. Pemegang saham dapat memperoleh AAR positif 1,54% ke *right issue* hari pengumuman.

Agarwal dan Pitabas (2012) melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* pada periode 2000-2011 memperoleh 205 perusahaan yang sudah disesuaikan dengan kriteria sampel. Penelitian ini memiliki tujuan untuk mengetahui reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue*. Hasil penelitian dengan melihat respon pasar yang positif tetapi secara statistik tidak signifikan terhadap *right issue*. Hasilnya konsisten dengan yang diamati di negara-negara berkembang. Selain itu, *abnormal return* yang diamati di sekitar tanggal

pengumuman terdapat hubungan negatif dengan penurunan *leverage* dan diskon harga yang ditawarkan dalam *rights issue*.

H<sub>1</sub> : Terdapat *abnormal return* sebelum pengumuman *right issue* di Bursa Efek Indonesia.

H<sub>2</sub> : Terdapat *abnormal return* saat pengumuman *right issue* di Bursa Efek Indonesia.

H<sub>3</sub> : Terdapat *abnormal return* sesudah pengumuman *right issue* di Bursa Efek Indonesia.

Hartono (2009) melakukan penelitian yang menemukan terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum pengumuman dan setelah pengumuman *right issue*. Dari pengujian yang dilakukan terdapat bahwa *abnormal return* setelah pengumuman menunjukkan penurunan dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman. Penurunan tersebut signifikan pada tingkat signifikansi 1% ditunjukkan dengan nilai *p-value* sebesar 0,003.

Penelitian oleh Sri (2009) bertujuan untuk mengetahui apakah pasar modal bereaksi terhadap pengumuman *right issue*, dengan mengamati perilaku *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman (sebelum, saat, sesudah pengumuman). Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa adanya perubahan *abnormal return* yang positif karena adanya penyesuaian harga *right issue*. Berdasarkan penelitian yang sudah dilakukan, maka jawaban sementara (hipotesis) dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

H<sub>4</sub> : Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* di Bursa Efek Indonesia.

## **METODE PENELITIAN**

Objek Penelitian merupakan perusahaan yang melakukan *right issue* dan mendapatkan *abnormal return* di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2014. Data tersebut di peroleh dalam bentuk *Indonesian Capital Market directory* (ICMD) dan laporan historis lainnya di BEI periode 2010-2014. Variabel dalam penelitian ini adalah *abnormal return* yang merupakan selisih *actual return* (*return* sesungguhnya) dengan *return* yang diharapkan yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi (*leakage of information*) sesudah informasi resmi diterbitkan (Samsul, 2006:275).

Penelitian ini menggunakan pengukuran *market model*, karena pengukuran ini lebih canggih menggambarkan hubungan antara sekuritas dengan pasar dalam sebuah persamaan regresi linier sederhana antara *return* sekuritas dengan *return* pasar (Tandelilin, 2010:226). Penelitian ini menggunakan *event study* dengan waktu periode pengamatan 11 hari. Periode pengamatan terhadap peristiwa *right issue* dapat dilihat pada 5 hari sebelum pengumuman *right issue* dan 5 hari sesudah pengumuman *right issue*. Penggunaan periode pengamatan ini bertujuan untuk mengantisipasi adanya *confounding effect* yaitu selama periode pengamatan perusahaan tidak mengeluarkan kebijakan lain yang dapat menyebabkan perubahan harga atau *return* saham, untuk mengantisipasi kemungkinan informasi

peristiwa *right issue* sudah keluar ke *public* terlebih dahulu karena adanya *insider information*, dan agar data yang diperoleh dapat mencerminkan keadaan yang sebenarnya.

Penelitian ini menggunakan populasi yaitu seluruh perusahaan yang melakukan *right issue* dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2010-2014 yaitu sebanyak 105 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *non probability sampling*. Dalam pengambilan sampel ini, besarnya peluang elemen untuk terpilih sebagai subjek sampel diketahui. Hal tersebut berarti bahwa temuan dari studi terhadap sampel tidak dapat secara meyakinkan digeneralisasikan pada populasi (Sekaran, 2009:135). Bagian dari teknik *non probability sampling* yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*, yaitu peneliti memiliki tujuan yang spesifik dalam memilih sampel secara tidak acak (Indriantoro dan Supomo, 2009:131). Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah perusahaan tersebut tidak melakukan *corporate action* lainnya seperti *stock split*, *stock deviden*, *bonus issue* dan lainnya atau kebijakan lainnya yang dapat mempengaruhi *abnormal return* selama periode pengamatan *right issue*. Dengan kriteria tersebut maka didapat sampel sebanyak 67 perusahaan dengan jumlah 75 peristiwa *right issue*.

Untuk melakukan perhitungan *actual return*, *expected return* dan *abnormal return* dapat dihitung melalui beberapa langkah sebagai berikut:

- 1) Menghitung *actual return* (*return* sesungguhnya), (Jogiyanto, 2013:207):

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

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

$P_{i,t}$  = harga sekarang relatif

$P_{i,t-1}$  = harga sebelumnya

- 2) Menghitung *return* pasar harian (Jogiyanto, 2013:207):

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

Keterangan:

$R_{mt}$  = *Return* pasar pada waktu ke-t.

$IHSG_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t

$IHSG_{t-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke-t-1

- 3) Meregresikan *return* saham individual dengan *return* pasar harian untuk memperoleh alpha dan beta

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

Keterangan :

Y = *return* saham individual yang sesungguhnya atau  $E(R_{it})$

X = *return* pasar ( $R_{mt}$ )

N = periode pengamatan

- 4) Menghitung *expected return* (Tandelilin, 2010:574):

$$E(R_{it}) = \alpha + \beta R_{mt} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan:

$E(R_{it})$  = *Expected return*

$R_{mt}$  = *Return Pasar harian*

5) Menghitung *abnormal return* untuk masing-masing emiten (Jogiyanto, 2013:580):

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

Keterangan:

$AR_{it}$  = *Abnormal Return*

$R_{it}$  = *Actual Return*

$E_{Rt}$  = *Expected Return*

6) Menghitung rata-rata *abnormal return*(Jogiyanto, 2013:592):

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

Keterangan:

$AR_{it}$  = Rata-rata *abnormal return*

$n$  = sampel

$AR_{it}$  = *abnormal return*

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini menggunakan 67 perusahaan dengan 75 peristiwa *right issue* di semua sektor perusahaan yang ada di BEI periode 2010-2014. Dilihat dari beberapa

sektor ada sepuluh perusahaan yang terdiri dari delapan sektor keuangan, satu sektor infrastruktur utilitas transportasi dan satu sektor aneka industri yang menerbitkan *right issue* lebih dari satu kali selama periode.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil dari uji normalitas yang dilakukan menunjukkan bahwa *Asymp. Sig (2-tailed)*  $< 0.05$  berarti data tidak berdistribusi normal, karena terdapatnya data ekstrem. Untuk mendapatkan data yang berdistribusi normal dapat dilakukan dengan melakukan pengurangan data sampel. Melihat hasil *abnormal return* maka ditentukan kriteria untuk pengurangan data sampel yaitu  $-0.1619 < \text{data sampel} < 0.1876$ . Berdasarkan kriteria tersebut terdapat 6 perusahaan dengan 8 peristiwa *right issue* yang merupakan data ekstrem. Berikut nama perusahaan yang memiliki data ekstrem. Kemudian dilakukan kembali uji normalitas dan menghasilkan *Asymp. Sig (2-tailed)*  $> 0.05$  berarti data berdistribusi normal.

**Tabel 1.**  
**Hasil Pengujian *Abnormal Return***

Hari	Rata-rata Abnormal return	Std. Deviasi	<i>Sig(2-tailed)</i>	Keterangan
H-5	-0.005908	0.03272	0.141	Tidak Signifikan
H-4	-0.01088	0.03714	0.018	Signifikan
H-3	-0.004115	0.04446	0.451	Tidak Signifikan
H-2	0.00303	0.3902	0.527	Tidak Signifikan
H-1	0.003566	0.01129	0.471	Tidak Signifikan
H	-0.010121	0.03931	0.039	Signifikan
H+1	0.003035	0.03124	0.429	Tidak Signifikan
H+2	0.000251	0.0341	0.952	Tidak Signifikan
H+3	-0.001336	0.03298	0.741	Tidak Signifikan
H+4	-0.002013	0.0379	0.665	Tidak Signifikan
H+5	-0.003001	0.02063	0.238	Tidak Signifikan

Sumber: data diolah, 2015

Dari hasil uji *One Sample t-Test* terhadap *abnormal return* dengan tingkat signifikansi  $\alpha=0.05$ . Pada tabel 1 menunjukkan bahwa pada H-4 terdapat *sig (2-tailed)* < 0.05, sehingga terdapat *abnormal return* yang signifikan sebelum peristiwa *right issue*. Pada H-5, H-3, H-2 dan H-1 *sig (2-tailed)* > 0.05, dimana tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan. Hal ini mengungkapkan  $H_1$  tidak sepenuhnya ditolak.

Pada hari H peristiwa *right issue* terjadi *sig (2-tailed)* < 0.05 menyatakan bahwa  $H_2$  diterima, *abnormal return* yang signifikan saat peristiwa *right issue*. Setelah pengumuman *right issue* terdapat *sig (2-tailed)* > 0.05 sehingga menolak  $H_3$  dan menerima  $H_0$  yaitu tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan sesudah pengumuman *right issue*.

**Tabel 2**  
**Uji Paired Sample t-test**

		<b>Pair 1</b>	
		<b>Sebelum- Sesudah</b>	
<i>Paired Differences</i>	<i>Mean</i>		-.0042003
	<i>Std. Deviation</i>		.0203983
	<i>Std. Error Mean</i>		.0024920
	<i>95% Confidence Interval of the Difference</i>	<i>Lower</i>	-.0091759
		<i>Upper</i>	.0007752
T			-1.685
Df			66
<i>Sig. (2-tailed)</i>			.097

Sumber : data diolah, 2015

Pada tabel 2 menjelaskan hasil uji *paired simple t-test*, menghasilkan *sig. (2-tailed)* > 0.05 sebesar 0.097. Hal ini mengungkapkan bahwa  $H_4$  ditolak dan menerima  $H_0$  yaitu tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*, karena *abnormal return* yang terjadi tidak mengalami perubahan yang signifikan.

### **Pembahasan Hasil Penelitian**

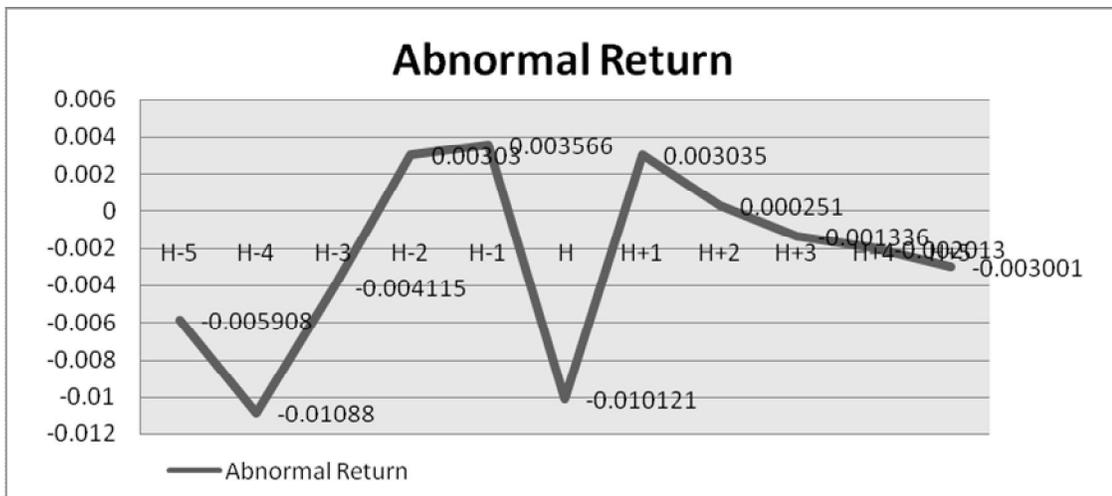
Pengujian hipotesis yang dilakukan dengan melihat tabel 1 menyimpulkan bahwa sebelum pengumuman *right issue* terdapat *abnormal return* yang signifikan ditunjukkan pada H-4 meskipun kembali tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan menjelang hari pengumuman dan setelah pengumuman *right issue*. Hal yang serupa seperti yang terjadi pada H-4 juga terjadi pada saat pengumuman *right issue*. Terdapatnya *abnormal return* yang signifikan sebelum dan saat pengumuman *right issue* menunjukkan adanya reaksi yang dilakukan oleh investor. Reaksi yang terjadi yaitu reaksi negatif karena adanya *abnormal return* negatif yang dihasilkan sebelum dan saat pengumuman *right issue*.

Apabila reaksi suatu peristiwa bersifat negatif terhadap harga saham di pasar, maka peristiwa tersebut tidak dikehendaki oleh investor. Perbedaan reaksi pasar terjadi karena *return* sebelum pengumuman *right issue* dapat lebih kecil atau lebih besar sesudah pengumuman *right issue*. Reaksi negatif ini mengakibatkan harga saham turun setelah pengumuman diterbitkan. Dengan terjadinya penurunan harga saham sebelum tanggal pengumuman resmi, berarti telah terjadi kebocoran informasi. (Samsul, 2006:273). *Signalling theory* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi negatif terhadap pengumuman penambahan saham baru yang mengindikasikan adanya penurunan nilai perusahaan. Investor menangkap keputusan ini sebagai sinyal memburuknya kondisi kesehatan perusahaan (Rahayu, 2010).

*Abnormal return* yang negatif juga dapat mengindikasikan bahwa dana yang ditarik perusahaan melalui pengumuman *right issue* akan digunakan secara tidak

menguntungkan seperti menggunakan dana yang lebih besar untuk membayar utang perusahaan daripada melakukan investasi kembali. Melihat kondisi perusahaan yang kurang meyakinkan di masa yang akan datang, investor akhirnya memilih menjual sahamnya sehingga mengakibatkan harga saham turun.

*Abnormal return* yang signifikan pada H-4 dan hari H menyatakan bahwa pasar efisien dalam bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika investor bereaksi cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* menuju ke harga keseimbangan yang baru (Jogiyanto, 2013:538). Menurut Tandelilin (2010:586), pada prinsipnya efisiensi pasar bentuk setengah kuat terbukti bila hanya terdapat satu atau dua peristiwa yang menghasilkan *abnormal return* berbeda dari nol, atau terbukti signifikan.



Gambar 1. Grafik *Abnormal Return* Pada Periode Pengamatan  
 Sumber: data diolah , 2015

Gambar 1 menjelaskan pergerakan *abnormal return* secara keseluruhan pada periode pengamatan mengalami fluktuasi. *Abnormal return* positif diperoleh pada H-2,

H-1, H+1 dan H+2, sedangkan *abnormal return* negatif diperoleh pada H-5, H-4, H-3, hari H, H+3, H+4 dan H+5

Penelitian yang dilakukan oleh Udayana (2005) yang menunjukkan bahwa peristiwa *right issue* direspon negatif oleh pasar modal di Indonesia. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan teori yang mengatakan bahwa harga saham setelah *cum date* (hari pengumuman) akan mengalami penurunan atau menimbulkan respon pasar yang negatif karena mulai sehari setelah hari pengumuman pembelian saham tidak lagi disertai dengan perolehan *right*. Harga saham akan terkoreksi dan harga yang timbul adalah berdasarkan mekanisme pasar. Sugiana (2013) menemukan hasil negatif dan signifikan. Reaksi ini berbeda dari asumsi awal yang menyatakan *right issue* akan menghasilkan *return* positif dimana investor menganggap bahwa tambahan modal dari *right issue* akan digunakan sebagai tambahan modal untuk ekspansi bisnis oleh perusahaan tumbuh dan akan memberikan pengembalian positif dengan *cum* dan *ex-date* acara. Hal ini tidak sesuai dengan harapan bahwa pasar akan merespon positif terhadap peristiwa *ex-date* dari *right issue* dari perusahaan berkembang karena pasar bereaksi terbalik dengan *abnormal return* yang signifikan negatif.

Berdasarkan pengujian hipotesis menggunakan *paired sample t-test* menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *right issue*. Apabila dikaitkan dengan gambar 1 menjelaskan tidak terdapatnya perbedaan *abnormal return* yang diperoleh oleh investor sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini juga dapat ditunjukkan oleh terjadinya *abnormal return* bernilai negatif sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Tidak terdapatnya

perbedaan *abnormal return* menyebabkan tidak adanya perubahan *abnormal return* yang diterima investor akibat pengumuman *right issue*. Investor menilai adanya indikasi penurunan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang menyebabkan peristiwa *right issue* tidak mendapat respon positif.

Secara teoritis harga sekuritas setelah pengumuman *right issue* akan mengalami penurunan, karena harga saham dalam pelaksanaan *right issue* selalu lebih rendah dari harga pasar. Dengan demikian, kapitalisasi pasar sekuritas akan naik dalam prosentase yang lebih kecil daripada prosentase jumlah saham yang beredar. *Right issue* akan berdampak terhadap meningkatnya penawaran jumlah saham beredar, yang selanjutnya secara temporer akan menurunkan harga saham (Kurniasari dan Nugraheni, 2003)

Widaryanti (2006) pada penelitiannya mendapatkan tidak adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* mengindikasikan bahwa para pelaku pasar modal, khususnya investor memberikan tanggapan yang sama terhadap pengumuman *right issue*. Dengan kata lain investor tidak mengantisipasi adanya informasi baru yang diumumkan ke pasar, sehingga tidak mengubah preferensi investor terhadap keputusan investasinya. Dewi (2014) mengemukakan bahwa kondisi ini terjadi karena penyebaran informasi tidak merata sehingga ada sebagian pelaku pasar yang menerima informasi tepat waktu, sebagian menerima informasi dengan terlambat dan sisanya mungkin tidak menerima informasi sama sekali.

Hal yang serupa juga didapat oleh Trisna (2014) menyimpulkan *right issue* dianggap sebagai sebuah informasi buruk (*bad news*) dan dilihat secara fundamental

*right issue* dianggap oleh para investor tidak dapat meningkatkan harga saham untuk masa yang akan datang sehingga tidak bisa menghimpun dana yang akan digunakan perusahaan dalam mengembangkan usahanya. Dewi (2009) dalam penelitiannya mengindikasikan bahwa dalam waktu yang lebih panjang (sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*), terdapat tingkat ekspektasi pasar yang sama terhadap *abnormal return* saham. Artinya pada periode sebelum dengan sesudah *right issue* kemampuan pasar untuk mendapatkan *abnormal return* adalah sama. Tingkat ekspektasi yang sama menunjukkan tidak ada investor publik (investor baru) yang memiliki informasi lebih untuk mendapatkan *abnormal return*. Hal ini berimplikasi bahwa secara keseluruhan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman *right issue*.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Kesimpulan yang dapat diberikan dari reaksi pasar terhadap peristiwa *right issue* di Bursa Efek Indonesia sebagai berikut.

- 1) Terdapatnya *abnormal return* yang signifikan sebelum dan saat pengumuman *right issue* menunjukkan adanya reaksi yang dilakukan oleh investor. Reaksi yang terjadi yaitu reaksi negatif karena adanya *abnormal return* negatif yang dihasilkan. *Abnormal return* yang signifikan menandakan terdapat kandungan informasi dari peristiwa *right issue* dan menyatakan bahwa pasar efisien dalam bentuk setengah kuat.

- 2) Hasil pengujian hipotesis yang dilakukan dengan alat analisis parametrik (*paired sample t-test*) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa *right issue*. Hal ini juga dapat ditunjukkan oleh terjadinya *abnormal return* bernilai negatif sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Tidak terdapatnya perbedaan *abnormal return* menyebabkan tidak adanya perubahan *abnormal return* yang diterima investor akibat pengumuman *right issue*.

### **Saran**

Berdasarkan simpulan yang dikemukakan, maka saran-saran yang dapat diberikan sebagai berikut.

- 1) Bagi perusahaan-perusahaan, melihat dan menganalisis kembali kondisi pasar modal ketika akan melakukan pengumuman *right issue* sehingga menguntungkan perusahaan, serta tetap menjaga baik kinerja perusahaan agar investor nantinya tertarik dengan adanya pengumuman *right issue* yang dilakukan perusahaan.
- 2) Bagi investor, melakukan peninjauan kembali terhadap kinerja perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* sehingga mampu mendatangkan keuntungan. Investor juga perlu mengetahui waktu yang tepat untuk membeli atau menjual sahamnya saat adanya pengumuman *right issue*.
- 3) Bagi peneliti-peneliti selanjutnya, diharapkan dapat menyempurnakan kekurangan dalam penelitian ini seperti melakukan penelitian pada sektor tertentu misalnya sektor perbankan dan manufaktur yang terbukti lebih sering

melakukan pengumuman *right issue*. Selain itu perusahaan yang digunakan bisa dikelompokkan berdasarkan ukuran perusahaan dan membandingkan perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* dan yang tidak melakukan pengumuman *right issue*.

## REFERENSI

- Agarwal, Akshita and Pitabas Mohanty. 2012. The Impact of *Right issue* on Stock Return in India. *Asia Pacific Finance and Accounting Review*. 1(1), pp : 5-16
- Dewi, Kartika. 2014. Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat di Bursa Efek Indonesia. pp: 3540-3557
- Dewi, Sentia. 2013. Pengaruh Pengumuman *Right issue* pada *Abnormal Return* dan Volume Perdagangan Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 3(3), pp:163-178
- Dewi, Sri Yusuf. 2009. Analisis Reaksi Investor Terhadap Pengumuman *Right issue* di Bursa Efek Jakarta (Suatu Pengamatan Pada *Return*, *Abnormal Return*, Aktivitas Volume Perdagangan Dan *Bid-Ask Spread* Saham). *Wacana*, 12(4), pp: 1411-0199
- Edirisinghe dan Nimal 2015. Stock Price Reaction to Announcements of *Right issues* and Debenture Issues: Evidence from Colombo Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Research*, 5 (2), pp: 67-77
- Fahmi, Irham and Mulia Saputra. 2013. Analysis of Profitability Ratio in Publishing *Right issue* Decision at Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Scienc*, 4(4), pp : 272-280
- Gardiny, Vonny Darsono. 2005. Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Right issue* dan Perbedaan Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah *Right issue*. *Skripsi*. Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Soegijapranata
- Hartono. 2009. Pengaruh *Right Issue* terhadap Kinerja Saham dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akmenika*, Vol 4, Oktober 2009
- Jogiyanto, Hartono. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis investasi*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPFE

- Kabir, Rezaul and Peter Roosenboom. 2002. Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues. *Journal of Economic Literature*
- Kiremu, Mercy Kangai Gatabi, Nebat Galo, Adolphus Wagala, and James Kinyua Mutegi. 2013. Stock Price and Volumes Reaction to Annual Earnings Announcement: A Case of the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Business, Humanities and Technology*, 3(2), pp : 101-111
- Kurniasari, Ninik dan Nugraheni, B. Linggar Yekti. 2003, Reaksi Pasar Terhadap *Right Issue* Pada Saat *Ex Date*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 9(2)
- Lestari, Sri Kurniawati dan Wiwik Lestari. 2011. Pengujian Efisiensi Bentuk Setengah Kuat di Indonesia. *Journal of Business and Banking*, 1(2), pp: 143-154
- Malhotra, Madhuri *et al.* 2012 Liquidity Changes around Bonus and Rights Issue Announcement: Evidence from Manufacturing and Service Sectors in India. *MPRA Paper No. 41216, posted 12*, pp : 28-34
- Marisetty, Vijaya B; Alastair Marsden dan Madhu Veeraraghavan. 2008. Price Reaction to *Right issue* in the Indian Capital Market, *Pacific-Basin Finance Journal*
- Miglani, Pooja. 2011. An Empirical Analysis of Impact of *Right issues* on Shareholders Returns of Indian Listed Companies. *Journal of Arts, Science & Commerce*, 2(2)
- Naidu, Gajendra. Suresha B. 2012. An Empirical Study on Announcement Effect of *Right issue* on Share Price Volatility and Liquidity and Its Impact on Market Wealth Creation of Informed Investor in Bangalore with Special Reference to CNX Nifty Stock of NSE. *International Journal of Multidisciplinary Management Studies*, 2(7)
- Ngatuni, Proches *et al.* Long-Term Performance Following Rights Issues and Open Offers in the UK. *Journal of Accounting and Finance*
- Owen, Sian and Jo Ann Suchard. The pricing and impact of rights issues of equity in Australia. *Journal of Banking and Finance*, pp: 1-39
- Rahayu, Eka Sedianingtias. 2010. Analisis Dampak Pengumuman *Right issue* Terhadap *Return* dan Risiko Saham Berdasarkan Tujuan Penggunaan Dana. *Skripsi*. Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta
- Raja, Abhay. 2012. *Right issues* and Price Behaviour: Indian Evidence. *Research paper manajemen*, 1(9), pp : 152-154

- Ramesh and Rajumesh. 2014. Information Content of *Right issue* Announcements:A Study of Listed Companies in Colombo Stock Exchange of Sri Lanka. *Journal of Finance and Accounting*, 5(5), pp : 154-162
- Samitas, Aristeidis G. 2004. Market Efficiency and Signaling: An Event Study Analysis for Athens Stock Exchange.*Paper Financial Economics*, pp: 163-175
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga
- Selva, Rina Johan.2009. Pengaruh *Right issue* Terhadap Risiko dan *Return* Saham (Studi pada Bursa Efek Indonesia).*Pekbis Jurnal*, 1(2), pp:66-78
- Sri, Listiana Mulatsih. 2009. Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman *Right issue* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) (Pengamatan Terhadap *Return*, *Abnormal Return*, *Security Return Variability* dan *Trading Volume Activity*). *Wacana*,12(4), pp: 1411-0199
- Sugiana, Blifi And Budhi Arta Surya. 2013. Implication Of *Right issue* Cum And Ex-Date Announcement To The Stock *Return* (Empirical Study On Indonesia Stock Exchange Period:2009-2012). *The Indonesian Journal Of Business Administration*, 2(12), Pp : 1395-1410
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*.Edisi Ketujuh. Kanisius. Yogyakarta
- Trisna, Ayu Dewi. 2014. Studi Empiris *Abnormal Return* Sebelum Dan Sesudah Pengumuman *Right issue* Pada Perusahaan *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 3(3), pp: 3455-3472
- Udayana, Swesty. 2005. Pengaruh Pengumuman *Right issue* Terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*.Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Soegijapranata
- Widaryanti. 2006. Perbedaan Antara Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right issue* Terhadap *Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity* Pada Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Fokus Ekonomi*, 1(1), pp:38-46