

EFEKTIF *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*  
Volume 9, No.2, Desember 2018, 73 - 86

## PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE*, *EX-DATE* & PERUBAHAN HARGA SAHAM

Ahsan Sumantika  
Universitas PGRI Yogyakarta

### ABSTRACT

*This study aims to test about how market react related to right issue announcement and how market react at the ex-date. The sampling technique is purposive sampling which are firms that established right issue and actively traded in Indonesian Stock Exchange. Testing period is begin from December 2013 to February 2017. Techniques used are paired sample t-test and event study. Total population are 79 stocks where 63 samples are used for the first test and 62 samples for the second test. The results shows that the right issue announcement resulted in a positive and significant change of return of 1.32% compared to the previous period of -0.62% where p-value of paired sample t-test less than 0,05. While testing market reaction related to ex-date indicate that there is no significant decline in stock price but vice versa. Market react positively although not significant which p-value more than 0,05. Furthermore, out of 62 samples, there are only 13 stock that experience a decline in stock prices at ex-date.*

*Keywords: right issue, ex-date, market response*

### PENDAHULUAN

#### Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan tempat bertemunya pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang kelebihan dana. Penawaran saham untuk pertama kalinya disebut dengan *initial public offering* atau disingkat dengan IPO. Seiring berjalannya waktu, kebutuhan tambahan dana perusahaan semakin membesar. Salah satu alternatif yang dapat digunakan perusahaan yang sudah *go public* tersebut adalah dengan melakukan *right issue*. *Right issue* adalah penerbitan saham kembali dimana terdapat hak yang diberikan kepada investor lama untuk memesan saham terlebih dahulu. Pemberian hak kepada investor tersebut lama dimaksudkan untuk menjaga presentase kepemilikan investor lama tetap setelah penerbitan saham baru. Dengan adanya penerbitan saham baru artinya perusahaan mendapatkan modal baru yang dapat digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Menurut konsep dari pasar yang efisien, setiap informasi yang masuk ke pasar akan mempengaruhi dan terserap dalam perubahan harga saham secara cepat. Sebagai salah satu bentuk sinyal, penambahan modal melalui mekanisme *right issue* mempunyai implikasi dan sinyal tertentu. Menurut *signaling theory*, manajemen perusahaan mempunyai informasi yang lebih baik dibanding pihak luar mengenai apa yang terjadi di perusahaan. Ketika manajemen menyampaikan informasi penting ke publik, informasi tersebut akan dianggap sebagai sebuah sinyal penting dan dapat mempengaruhi pasar.

Menurut Syuhana dan Syahyunan (2013) *right issue* meningkatkan dan berpengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan dibanding dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue* dengan *net profit margin* yang lebih baik. Sesuai dengan tujuannya, penambahan modal melalui bertujuan untuk memperbaiki dan meningkatkan kinerja perusahaan. Investor yang

bereaksi positif menunjukkan bahwa informasi pengumuman *right issue* memberikan sinyal positif. Terlebih lagi, harga tebusan *right* yang ditawarkan biasanya lebih rendah dari harga pasar sehingga diharapkan menarik minat pasar.

Terdapat dua perilaku pasar yang dapat dicermati dari *right issue*. Pertama respon investor tentang pengumuman *right issue*. Karena *right issue* bertujuan positif, pengumuman *right issue* diharapkan membuat pasar bereaksi positif. Selain itu harga tebusan yang ditawarkan pun biasanya lebih rendah dari harga pasar sehingga diharapkan dapat menarik minat investor. Jika *right issue* dipandang negatif karena adanya *asimetry information* maka harga saham akan turun.

Penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2008), Kustina (2010), Yusuf *et al* (2009) menunjukkan investor bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue* yang ditunjukkan dengan adanya perbedaan yang signifikan terkait *abnormal return* sebelum dan ketika pengumuman *right issue*. Akan tetapi hasil penelitian lain menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Rahyuda (2014), Dewi dan Putra (2013), Kamalsah dan Panjaitan (2015), Rusdi dan Avianto (2009), Rusli (2009) serta Sundari dan Aprilia (2014) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* yang menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap terhadap pengumuman *right issue*.

Perilaku pasar kedua yakni pada periode *ex-date*. *Ex-date* merupakan tanggal dimana *right issue* (hak) sudah tidak berlaku lagi dan investor boleh menjual saham tanpa menghilangkan hak untuk memesan saham (HMETD). Ketika investor sudah mendapatkan HMETD (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu) maksimal pada tanggal *cum-date*, investor sudah dapat menjual pada tanggal *ex-date* tanpa mempengaruhi haknya. Dengan demikian dan karena harga pelaksanaan *right issue* biasanya lebih rendah dibanding harga ketika *cum-date* maka memancing harga saham turun dan mendekati harga teoritisnya setelah terbitnya *right issue*. Penelitian yang dilakukan oleh Catranti (2009), Sari dan Yusi (2002), Sugiana

dan Surya (2013) menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap harga saham pada saat *ex-date* yakni pada saat *right* sudah tidak berlaku lagi. Hasil penelitian yang berbeda dikemukakan oleh Salamudin di Bursa Efek Malaysia periode 1980-1995. Pada periode *ex-date* justru investor mendapatkan *positive return* sebesar 9.05%

### Identifikasi Masalah

1. Jika *right issue* dianggap sebagai sinyal positif, pasar akan bereaksi positif karena perusahaan berkeinginan untuk memperbaiki dan meningkatkan kinerja perusahaan. Terlebih lagi harga tebusan *right issue* yang ditawarkan biasanya lebih rendah dari harga pasar.
2. Investor yang memiliki saham sampai periode *cum-date* berhak mendapatkan hak untuk membeli saham (HMETD) dengan harga tebusan yang biasanya lebih rendah. Ketika sudah mendapatkan HMETD, investor sudah dapat menjual sahamnya pada tanggal *ex-date* tanpa mempengaruhi haknya dan dapat membuat harga saham turun mendekati harga teoritisnya. Karena harga tebusannya biasanya lebih rendah maka harga teoritisnya biasanya lebih rendah.

### Perumusan Masalah

1. Apakah pasar bereaksi positif terkait *right issue*?
2. Apakah pasar bereaksi negatif pada tanggal *ex-date*?

### Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji reaksi pasar terkait *right issue*.
2. Untuk menguji perilaku pasar pada tanggal *ex-date*.

### Manfaat Penelitian

#### 1. Bagi ilmu pengetahuan

Bagi ilmu pengetahuan, pertama kita dapat mengetahui bagaimana reaksi investor terkait *right issue* dalam dua hal. Pertama, jika pasar

bereaksi positif maka naiknya harga saham ketika pengumuman *right issue* menunjukkan bahwa penerbitan *right issue* dipandang sebagai prospek yang baik. Sedangkan jika pasar bereaksi negatif disebabkan karena asimetri informasi atau karena alasan lain. Jika pasar tidak bereaksi, berarti *right issue* dipandang sebagai hal yang biasa. Kedua kita dapat menganalisis bagaimana perilaku investor ketika *ex-date*.

## 2. Bagi investor

Investor dapat mengetahui bagaimana perilaku pasar terkait *right issue* sehingga dapat dijadikan sebagai pertimbangan masuk atau keluar pasar dalam jangka pendek.

## LANDASAN TEORI

### Kajian Teori

#### Definisi *Right issue*

*Right issue* adalah penerbitan saham kembali dimana terdapat hak yang diberikan kepada investor lama untuk memesan saham baru terlebih dahulu. Pada awalnya ketika perusahaan memutuskan untuk melakukan keputusan pendanaan, terdapat beberapa cara yang dapat dilakukan. Pertama, perusahaan dapat menggunakan dana internal yang dimilikinya. Kedua perusahaan dapat meminjam uang melalui hutang di lembaga keuangan ataupun dengan menerbitkan obligasi. Ketiga perusahaan dapat menerbitkan saham. Penerbitan saham untuk pertama disebut juga dengan *initial public offering* (IPO). Perusahaan yang telah menerbitkan saham mendapatkan dana dari penyerapan penjualan saham mempunyai konsekuensi kepemilikan perusahaan dapat dimiliki secara publik. Akan tetapi seiring perkembangan, perusahaan yang telah *go public* tersebut membutuhkan dana tambahan lagi. Terlepas dari banyak tujuan apakah untuk mengembangkan usaha, menambah modal, restrukturisasi utang atau keperluan lainnya. Salah satu cara yang dapat dilakukan dengan menerbitkan *right issue*.

*Right issue* biasanya ditawarkan kepada investor lama dengan harga yang biasanya lebih rendah dari harga yang ditawarkan di

pasar. Karena *right issue* merupakan hak dan bukan kewajiban, investor lama tidak wajib untuk membeli saham baru yang ditawarkan perusahaan. Akan tetapi, jika investor lama tidak mengambil hak untuk membeli saham, akan terjadi perubahan presentase kepemilikan di perusahaan (dilusi). Jika *right issue* tidak diserap sepenuhnya oleh investor lama maka akan dibeli oleh investor lain atau *stand buyer* yang telah disepakati dalam rapat umum pemegang saham luar biasa (RUPS). Jika pemegang saham lama tidak ingin mengambil hak untuk membeli saham baru maka pemegang saham lama dapat menjual *right-nya* pada periode perdagangan *right*.

Penerbitan *right issue* memerlukan persetujuan dari para pemegang saham yang dilakukan ketika rapat umum pemegang saham luar biasa (RUPSLB). Jika disetujui maka disepakati keputusan penerbitan saham baru dengan target jumlah penyerapan dana tertentu dan tujuan penyerapan dana. Keputusan-keputusan yang dibahas juga mengenai keputusan besaran *right issue*, *stand by buyer*, rasio, harga tebusan dan tanggal-tanggal terkait *right issue*.

Di Indonesia *right issue* lebih dikenal sebagai HMETD atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Berdasarkan keputusan Ketua Bapepam Nomor 26/PM/2003 tanggal 17 Juli 2003, Peraturan Nomor IX.D.1 tentang HMETD. "Apabila suatu perusahaan yang telah melakukan Penawaran Umum saham atau Perusahaan Publik bermaksud untuk menambah modal sahamnya, termasuk melalui penerbitan Waran atau Efek konversi, maka setiap pemegang saham wajib diberi Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu atas Efek baru dimaksud sebanding dengan persentase pemilikan mereka". *Preemptive rights* ini di Pasar Modal Indonesia dikenal dengan istilah hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD).

Dengan adanya HMETD ini maka pemegang saham lama dapat memperoleh kesempatan untuk membeli saham dari emisi baru sebelum emisi tersebut ditawarkan kepada pihak lain dengan suatu perbandingan yang ditentukan. Perbandingan tersebut biasanya diberikan berdasarkan rasio. Misalnya rasio yang diberikan adalah 2:1 maka setiap pemegang dua lembar saham maka memperoleh satu hak untuk

membeli saham yang baru akan diterbitkan. Jika seorang memiliki 100 lembar saham maka memperoleh hak untuk membeli 50 lembar saham yang baru akan diterbitkan.

Harga saham baru yang diterbitkan melalui proses *right issue* disebut sebagai harga *right* atau harga tebusan. Harga *right* ini bisa lebih rendah, sama maupun lebih tinggi dibandingkan dengan harga pasar saham saat ini. Namun biasanya jika ingin memberikan keuntungan lebih bagi investor lama, sebagian besar harga *right* yang ditawarkan berada di bawah harga pasar saat itu. Bagi investor lama yang ingin menambah pembelian saham pada perusahaan tersebut akan memperoleh peluang untuk memperoleh harga saham yang lebih murah melalui *right issue* dibanding membeli melalui pasar secara langsung. Sebagai contoh, harga saham PT X terakhir kali diperdagangkan pada Rp1.400 per lembar saham, lalu PT X menerbitkan saham baru dengan harga *right* Rp800 per *right* artinya investor hanya perlu membayar Rp800 per saham untuk satu saham baru.

Pemberian hak pemesanan saham baru kepada investor ditawarkan dalam jangka waktu tertentu. Terdapat dua tanggal penting yang perlu diperhatikan oleh investor terkait kepemilikan HTED yakni:

#### 1. *Cum-date (cum right)*

*Cum right* merupakan batas waktu terakhir dimana seseorang akan dianggap sebagai pemegang saham lama dan memiliki hak (*right*) atas saham baru. Sebagai contoh jika *cum right* ditetapkan hari Selasa tanggal 17 Oktober maka jika seseorang memiliki saham atau membeli saham maksimal pada hari Selasa tanggal 17 Oktober dianggap sebagai investor lama dan berhak mendapatkan HMETD atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.

#### 2. *Ex-date (ex right)*

*Ex right* merupakan batas mulai tidak berlakunya *right issue*. Jarak waktu antara *cum right* dan *ex right* biasanya mempunyai jeda dalam waktu yang singkat. Sebagai contoh jika *cum right* ditetapkan hari Selasa tanggal 17 Oktober, maka *ex right* biasanya pada hari setelahnya yakni hari Rabu tanggal 18 Oktober.

Karena *ex right* merupakan batas mulai tidak berlakunya *right issue*, jika investor lama yang menjual saham pada tanggal *ex right*, hak investor lama tidak akan hilang karena yang menjadi patokan adalah tanggal *cum right*.

### Penelitian Terdahulu dan Pengujian Hipotesis Pengajuan Hipotesis Pertama

Terdapat banyak penelitian yang menguji bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue*. Penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2008) pada tahun 2000-2007 dengan melibatkan 55 perusahaan menunjukkan pengumuman *right issue* menyebabkan rata-rata *return* saham mengalami peningkatan tajam dan meurun pada periode-periode selanjutnya. Penelitian yang dilakukan oleh Kustina (2010) menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* di pasar modal Indonesia dalam hal ini di Bursa Efek Indonesia menyebabkan terjadinya *abnormal return* yang diperoleh pada periode *event study*. Peningkatan *abnormal return* terjadi karena investor mempunyai persepsi bahwa dana yang diperoleh dari *right issue* akan digunakan untuk ekspansi usaha atau perbaikan struktur modal sehingga meningkatkan kinerja perusahaan emiten di masa depan.

Penelitian yang dilakukan oleh Yusuf *et al* (2009) periode 2000-2003 menggunakan 17 sampel menunjukkan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman *right issue* adalah 0,305%, saat pengumuman *right issue* sebesar 4,196% sedangkan sesudah pengumuman *right issue* sebesar 0,6855%. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue* yang dikeluarkan perusahaan. Hasil penelitian yang berbeda yang dilakukan oleh Amalia (2012) menunjukkan bahwa pasar justru bereaksi negatif pada saat pengumuman *right issue*.

Penelitian lain justru banyak menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* tidak berpengaruh pada pasar. Dewi dan Putra (2013) dalam penelitiannya pada 41 perusahaan pada periode 2009 sampai 2011 menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* namun

berpengaruh signifikan terhadap volume perdagangan.

Dewi dan Rahyuda (2014) juga mengatakan dalam penelitiannya pada 89 perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* saham yang melakukan *right issue* baik sebelum dan sesudah pengumuman.

Kamalsah dan Panjaitan (2012) juga mengatakan dalam penelitiannya pada 63 perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan *abnormal return* sebelum dan sesudah *right issue* tetapi terdapat perbedaan volume yang signifikan.

Rusli (2009) juga mengatakan dalam penelitiannya pada bank dan perusahaan keuangan lainnya pada periode 1996-2006. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*.

Rusdi dan Avianto (2009) juga melakukan penelitian pada periode 2003-2007 yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *return* saham baik sebelum, ketika dan sesudah pengumuman *right issue*. Rusdi dan Avianto (2008) juga mengatakan bahwa alasan mengapa pengumuman *right issue* tersebut tidak diikuti oleh reaksi pasar terhadap harga dan volume perdagangan saham adalah karena bahwa para investor tidak banyak mempertimbangkan adanya sinyal yang dikeluarkan oleh emiten bahwa perusahaan dalam kondisi yang kurang baik.

Sundari *et al* (2014) juga melakukan penelitian pada 15 perusahaan yang melakukan *right issue* pada periode 2010-2012. Hasilnya menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*.

### **Pengembangan Hipotesis Pertama**

Tujuan penggunaan dana hasil *rights issue* oleh perusahaan dapat membawa pengaruh yang berbeda-beda terhadap respon pasar. Manajemen perusahaan mempunyai informasi yang lebih baik dibanding pihak luar mengenai apa yang terjadi di perusahaan. Menurut *signaling theory*, ketika

manajemen menyampaikan informasi penting ke publik, informasi tersebut akan dianggap sebagai sebuah sinyal penting dan dapat mempengaruhi pasar. *Right issue* merupakan hak yang diberikan kepada investor lama untuk membeli saham baru. Perusahaan yang sudah *go public* menawarkan saham baru dengan imbalan memperoleh dana tambahan. Jika *right issue* memberikan sinyal positif bagi investor maka pasar akan merespon secara positif. Jika *right issue* memberikan sinyal negatif, maka investor akan merespon bahwa perusahaan dalam keadaan tidak sehat sehingga menyebabkan turunnya harga saham.

Tujuan penggunaan dana hasil *rights issue* oleh perusahaan dapat membawa pengaruh yang berbeda-beda terhadap respon pasar. Jika dilihat berdasarkan tujuan *right issue*, secara fundamental *rights issue* meningkatkan harga saham perusahaan di masa datang karena dana dari hasil *rights issue* akan digunakan perusahaan untuk meningkatkan atau memperbaiki kinerja perusahaannya. Dengan demikian, respon investor terhadap kejadian *rights issue* seharusnya menjadi positif. Tambahan modal dari *right issue* yang akan diterima perusahaan akan digunakan sebagai tambahan modal untuk ekspansi bisnis oleh perusahaan sehingga meningkatkan peluang *net present value* positif perusahaan di masa datang.

McConnell dan Muscarella (1985) menemukan bahwa harga saham meningkat sekitar 1% pada saat investasi perusahaan meningkat. Sedangkan Masulis dan Korwar (1986) menemukan bahwa terdapat reaksi harga saham yang negatif terhadap pengumuman penawaran saham, hasil ini dapat dijelaskan sebagian dengan adanya pengumuman peningkatan pengeluaran modal.

Syuhana dan Syahyunan (2010) mengatakan bahwa terdapat perbedaan kinerja keuangan pada yang melakukan *right issue* dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue* yang dicerminkan dengan *net profit margin* yang lebih baik. Lebih lanjut lagi *right issue* juga berpengaruh positif tetapi tidak signifikan pada *current ratio* dan *return on assets*.

Jika *right issue* dianggap sebagai sinyal positif, pasar akan bereaksi positif karena

perusahaan berkeinginan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Terlebih lagi harga tebusan *right issue* yang ditawarkan biasanya lebih rendah dari harga pasar. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu maka dihipotesiskan:

Hipotesis 1: Pasar bereaksi positif terkait pengumuman *right issue*

### Pengajuan Hipotesis Kedua

Secara umum pasar berperilaku negatif pada tanggal *ex-date*. Penelitian yang dilakukan oleh Catranti (2009) menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap harga saham pada saat *ex-date*. Sedangkan pada periode *cum-date*, pasar bereaksi positif yang ditunjukkan dengan *abnormal return* yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Sugiana dan Surya (2013) di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012 menunjukkan bahwa pada periode *ex-date* harga saham akan turun dan investor dapat membeli saham pada periode *ex-date* untuk mendapatkan keuntungan jangka panjang atau keuntungan setelah harga kembali normal.

Penelitian Sari dan Yusi (2002) yang dilakukan oleh pada 84 perusahaan yang menerbitkan *right* di BEJ dalam kurun waktu antara tahun 1994 hingga 1996 menunjukkan bahwa menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang negatif di sekitar *ex-date* (tanggal dimana *rights* yang diterbitkan emiten sudah tidak berlaku atau tidak dapat dipertukarkan)

Herdjoeno (1995) menunjukkan bahwa terdapat imbalan abnormal yang negatif selama enam minggu setelah pengumuman *rights issue*, periode 1994-1995. Selain itu, penelitian Sari dan Yusi (2002) menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang negatif di sekitar *ex-date* (tanggal dimana *rights* yang diterbitkan emiten sudah tidak berlaku atau tidak dapat dipertukarkan), periode 1994-1996.

### Pengembangan Hipotesis Kedua

*Ex-date* menunjukkan tanggal dimana investor dapat menjual sahamnya tanpa menghilangkan hak memesan saham baru. Sedangkan *cum-date* menunjukkan batas terakhir

investor mendapatkan HMETD (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu).

Untuk menjawab mengapa harga saham akan turun, peneliti menggunakan pendekatan *price pressure*. Peningkatan penawaran saham maka menyebabkan harga saham menjadi lebih rendah. Dengan kata lain adanya penerbitan sejumlah saham baru melalui *right issue* tersebut, menyebabkan tekanan pada harga saham mendekati nilai teoritisnya.

Harga teoritis adalah sebuah valuasi harga yang digunakan untuk memperbandingkan harga eksekusi dengan harga saham berjalan jika seluruh HMETD dieksekusi. Harga teoritis *right issue* biasanya dihitung berdasarkan harga saham pada saat *cum-date* dan harga pelaksanaannya (tebusan). Karena biasanya harga pelaksanaan *right issue* lebih murah dibanding harga *cum-date*, maka harga teoritisnya akan lebih murah sehingga mendorong harga akan turun mendekati harga teoritisnya.

Misalnya dalam harga *right issue* PT X ditetapkan dengan harga pelaksanaan Rp100 per lembar saham dan rasio HMETD 1000:300. Jika harga saham pada saat *cum* adalah Rp170 per lembar maka harga teoritisnya:

$$\begin{aligned} \text{Harga teoritis} &= ((\text{harga } \textit{cum-date} \times a) + (\text{biaya} \\ &\quad \text{tebus} \times b)) / a+b \\ &= ((170 \times 1000) + (100 \times 300)) / \\ &\quad 1000+300 \\ &= \text{Rp}153,84 \text{ per lembar saham} \end{aligned}$$

Penerbitan saham baru akan menekan harga pasar sehingga menyebabkan harga saham turun pada tanggal *ex-date* mendekati harga teoritisnya. Saham PT X dengan harga Rp170 maka harga teoritis yang sebenarnya setelah penerbitan saham sebesar Rp154.

Ketika investor sudah mendapatkan HMETD (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu), investor sudah dapat menjual sahamnya pada *ex-date* tanpa mempengaruhi haknya dan karena harga pelaksanaan *right issue* biasanya lebih rendah dibanding harga ketika *cum-date* maka memancing harga saham turun dan mendekati harga teoritisnya setelah terbitnya *right issue*.

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu maka dihipotesiskan:

Hipotesis 2: Pasar berperilaku negatif pada tanggal *ex-date*

## METODE PENELITIAN

### Sampel, Data, dan Variabel

Populasi dalam penelitian ini adalah emiten di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *right issue*. Periode data pada bulan Desember 2013 sampai bulan Februari 2017. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria saham yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek yang ditunjukkan dengan nilai transaksi perdagangan. Data yang digunakan adalah data sekunder. Sumber data berasal dari perusahaan sekuritas dan forum saham *stockbit* (<http://stockbit.com>). Data yang digunakan:

1. Harga penutupan saham harian  
Harga saham digunakan dalam perhitungan *return* saham.
2. *Value* harian saham  
*Value* (nilai) perdagangan saham menunjukkan besarnya perdagangan saham dalam rupiah.
3. Tanggal pengumuman *Right issue*  
Tanggal yang digunakan adalah tanggal pada  $t+1$  setelah RUPSLB. Informasi tersebut didapat melalui *stockbit* (<http://stockbit.com>) yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia.
4. Tanggal *Cum-date* dan *Ex-date*  
*Cum-date* dan *ex-date* didapat melalui *stockbit* (<http://stockbit.com>) yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia.

### Pengujian Hipotesis

#### 1. Hipotesis Pertama

Untuk menguji hipotesis pertama, peneliti menggunakan uji beda *paired sample t-test* dan analisis *event study*. Karena informasi mengenai spesifikasi *right issue* didapatkan setelah Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB), maka peneliti menggunakan  $t+1$  yakni satu hari setelah RUPSLB.

Jika *right issue* dianggap informasi penting, pasar akan bereaksi. Reaksi positif pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan signifikan dari saham yang bersangkutan. Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa “Pasar bereaksi positif terkait pengumuman *right issue*” DITERIMA jika *p value* dari uji beda *paired sample t-test* kurang dari 0,05 dan rata-rata *return* menunjukkan nilai positif.

#### 2. Hipotesis Kedua

Untuk menguji reaksi hipotesis kedua, peneliti menggunakan uji beda *paired sample t-test* dan analisis *event study*. Uji beda dilakukan dengan menguji perbedaan reaksi pasar pada tanggal *ex-date* dengan tanggal sebelumnya (*cum-date*).

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa “Pasar bereaksi negatif terkait pada tanggal *ex-date*” DITERIMA jika *p value* dari uji beda *paired sample t-test* kurang dari 0,05 dan rata-rata *return* menunjukkan nilai negatif pada *ex-date*.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Pengujian Hipotesis Pertama

Untuk menguji hipotesis, peneliti hanya memilih saham yang aktif diperdagangkan yang ditunjukkan dengan *value* transaksi perdagangan. Saham yang mempunyai transaksi perdagangan di bawah Rp1 miliar akan dikeluarkan dalam pengujian. Dari 79 emiten yang melakukan *right issue* didapat 63 emiten yang mempunyai transaksi perdagangan lebih dari Rp1 miliar.

Uji beda *paired sample t-test* dilakukan dengan membandingkan reaksi pasar pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar dengan waktu sebelumnya. Peneliti menggunakan digunakan  $t+1$  yakni satu hari setelah selesai RUPSLB yang menunjukkan respon pasar. Berikut ini adalah hasil dari uji beda *paired sample t-test*.

Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa “Pasar bereaksi positif terkait pengumuman *right issue*” DITERIMA jika nilai *p value* dari uji beda *paired sample t-test* kurang dari 0,05 dan rata-rata *return* menunjukkan nilai positif.

Tabel 1. Uji Beda *Paired Sample T-Test*

	t+1	t
Mean	1.3261905	-0.604920635
Variance	22.817959	18.09346088
Observations	63	63
Pearson Correlation	0.0282016	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	62	
t Stat	2.4306645	
P(T<=t) one-tail	0.0089887	
t Critical one-tail	1.6698042	
P(T<=t) two-tail	0.0179775	
t Critical two-tail	1.9989715	

Berdasarkan Tabel 1 menunjukkan bahwa tingkat signifikansi (*p value*) sebesar 0.0089887 dan 0.0179775 yang berarti kurang dari 0,05. Artinya terdapat perbedaan signifikan antara *return* pada periode t+1 dengan periode-t. Pada periode ketika RUPLS masih berlangsung, tingkat *return* sebesar -0,60%. Sedangkan setelah disepakati mengenai spesifikasi *right issue*, reaksi pasar positif yang ditunjukkan dengan rata-rata *return* pada t+1 sebesar 1,32%. Dengan demikian maka Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa “Pasar bereaksi positif terkait pengumuman *right issue*” DITERIMA.

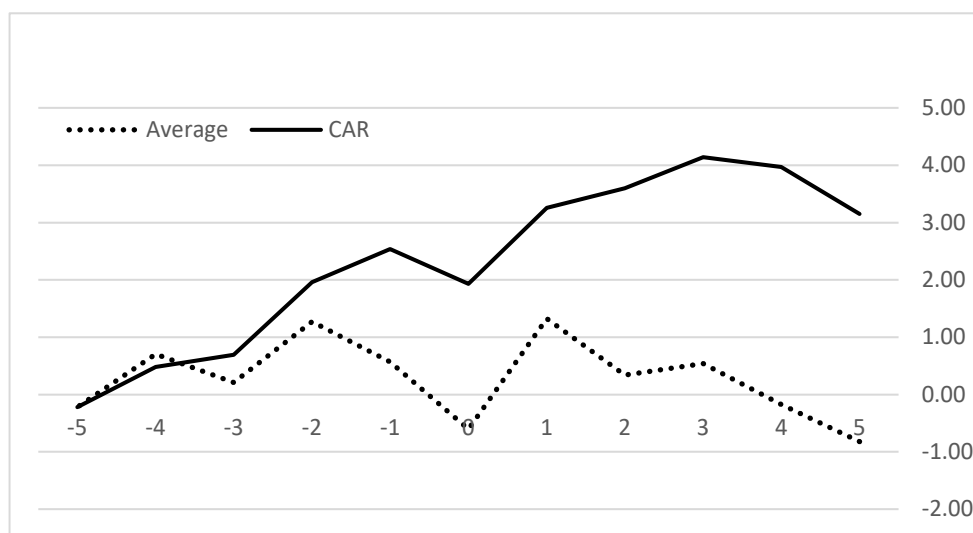
Lebih jauh lagi, peneliti membuat sebuah *event study*. Periode *event study* yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5 hari sebelum pengumuman (t-5) sampai 5 hari setelah pengumuman (t+5). Pertimbangannya adalah karena berdasarkan observasi peneliti, jarak minimal antara RUPLSB dengan *ex-date* adalah

5 hari, maka peneliti menggunakan batasan 5 hari dalam periode *event study* penelitian ini. Uji yang digunakan adalah AR (*average return*) dan CAR (*cummulative average return*).

Berdasarkan grafik pada Gambar 1 menunjukkan bahwa terdapat penurunan AR atau rata-rata *return* pada 1 hari sebelum RUPLS dan selama RUPLS. Hal ini menunjukkan bahwa selama RUPLS berlangsung, investor masih *wait and see* dalam artian menunggu kepastian dan kesepakatan dari para pemegang saham.

Pada t+1 yakni pada periode ketika RUPLS sudah selesai rata-rata *return* meningkat signifikan dari -0.6% menjadi 1,33 %. Yang berarti terdapat reaksi positif setelah adanya informasi mengenai *right issue*. Nilai rata-rata *return* sebesar 1,33% menunjukkan nilai terbesar dalam periode *event study* dimana setelahnya tingkat *return* cenderung menurun bahkan negatif.

Terdapat banyak penelitian yang menguji bagaimana reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue*. Kebanyakan penelitian mengatakan bahwa *right issue* tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Rahyuda (2014//), Dewi dan Putra (2013/), Kamalsah dan Panjaitan (2015/), Rusdi dan Avianto (2009), Rusli (2009) serta Sundari dan Aprilia (2014//) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* yang menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap terhadap pengumuman *right issue*.

Gambar 1. AR dan CAR di Sekitar Pengumuman *Right Issue*



Berdasarkan pengujian di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013-2017 dengan melibatkan 63 sampel didapat bahwa pada tanggal setelah RUPSLB, harga saham meningkat tajam yang ditunjukkan dengan *return* yang positif dan terdapat perbedaan *return* dengan periode sebelumnya sebesar -0,63%. Hal ini mengindikasikan bahwa *right issue* merupakan signal positif bagi investor.

Hasil penelitian ini menambah bukti dari penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hartono (2008), Kustina (2010), Yusuf *et al* (2009) yang menunjukkan investor bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue* yang ditunjukkan dengan adanya perbedaan yang signifikan terkait *abnormal return* sebelum dan ketika pengumuman *right issue*.

Menurut *signaling theory*, manajemen perusahaan mempunyai informasi yang lebih baik dibanding pihak luar mengenai apa yang terjadi di perusahaan. Ketika manajemen menyampaikan informasi penting ke publik, informasi tersebut akan dianggap sebagai sebuah sinyal penting dan dapat mempengaruhi pasar. *Right issue* merupakan hak yang diberikan kepada investor lama untuk membeli saham baru. Perusahaan yang sudah *go public* menawarkan saham baru dengan imbalan memperoleh dana tambahan. Jika *right issue* memberikan sinyal positif bagi investor maka pasar akan merespon secara positif. Jika *right issue* memberikan sinyal negatif, maka investor akan merespon bahwa perusahaan dalam keadaan tidak sehat sehingga menyebabkan turunnya harga saham.

Tujuan penggunaan dana hasil *rights issue* oleh perusahaan dapat membawa pengaruh yang berbeda-beda terhadap respon pasar. Jika dilihat berdasarkan tujuan *right issue*, secara fundamental *rights issue* meningkatkan harga saham perusahaan di masa datang karena dana dari hasil *rights issue* akan digunakan perusahaan untuk meningkatkan atau memperbaiki kinerja perusahaannya. Dengan demikian, respon investor terhadap kejadian *rights issue* seharusnya menjadi positif. Tambahan modal dari *right issue* yang akan diterima perusahaan akan digunakan sebagai tambahan modal untuk ekspansi bisnis oleh perusahaan sehingga

meningkatkan peluang *net present value* positif perusahaan di masa datang.

### Pengujian Hipotesis Kedua

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan 62 data perusahaan yang sudah disaring dan memenuhi kriteria pengujian yakni perusahaan yang mempunyai transaksi di atas Rp1 miliar dalam periode pengujian. Emiten yang paling banyak ditransaksikan pada tanggal *ex-date* yakni Wijaya Karya sebesar 143,8 miliar (WIKA), sedangkan paling sedikit ditransaksikan adalah Pan Prothers (PBRX) sebesar 2,0 Miliar. Berikut ini daftar saham yang digunakan dalam pengujian ini:

Untuk menguji reaksi hipotesis kedua, peneliti menggunakan uji beda *paired sample t-test* dan analisis *event study*. Uji beda dilakukan dengan menguji perbedaan reaksi pasar pada tanggal *ex-date* dengan tanggal sebelumnya (*cum-date*). Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan statistika deskriptif pengujian pada periode *cum-date* dengan *ex-date*.

Tabel 2. Uji Beda *Paired Sample T-Test*

	<i>Ex-date</i>	<i>Cum</i>
Mean	2.0127419	0.5817742
Variance	113.02114	18.311428
Observations	62	62
Pearson Correlation	0.0489399	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	61	
t Stat	1.0002982	
P(T<=t) one-tail	0.1605589	
t Critical one-tail	1.6702195	
P(T<=t) two-tail	0.3211178	
t Critical two-tail	1.9996236	

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa "Pasar bereaksi negatif pada tanggal *ex-date*" DITERIMA jika nilai *p value* dari uji beda *paired sample t-test* kurang dari 0,05 dan rata-rata *return* menunjukkan nilai positif.

Berdasarkan tabel di atas tingkat signifikansi (*p value*) sebesar 0,16 dan 0,32 yang berarti menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara *return* pada *ex-*

*date* dengan *cum-date*. Tingkat *return* pada *ex-date* positif sebesar 2,01% dibanding 0,58%, Berdasarkan hasil uji di atas maka Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa “Pasar bereaksi negatif pada tanggal *Ex-date*” DITOLAK.

Secara lengkap berikut ini adalah tabel yang menggambarkan jumlah saham yang naik, turun dan tak bergerak pada tanggal *ex-date*:

	Saham naik	Saham turun	Tidak bergerak
<b>Jumlah saham</b>	26	13	23
<b>Rata-rata <i>return</i></b>	8.3515385	-4.0152174	
<b>Standar deviasi</b>	13.779812	3.1928307	
<b>Min</b>	0.3	-10	
<b>Max</b>	71.79	-0.44	

Jumlah saham yang naik pada tanggal *ex-date* sebanyak 26 data lebih banyak dari jumlah saham yang turun sebanyak 23 saham. Sementara sejumlah 13 emiten tidak mengalami pergerakan pada sesi *marketclosing*. Lebih jauh lagi, berikut ini adalah grafik yang menggambarkan rata-rata *return* (AR) dan *cumulatif return* (CAR) pada 5 hari sebelum dan 5 sesudah *ex-date* berdasar 62 saham yang diuji.

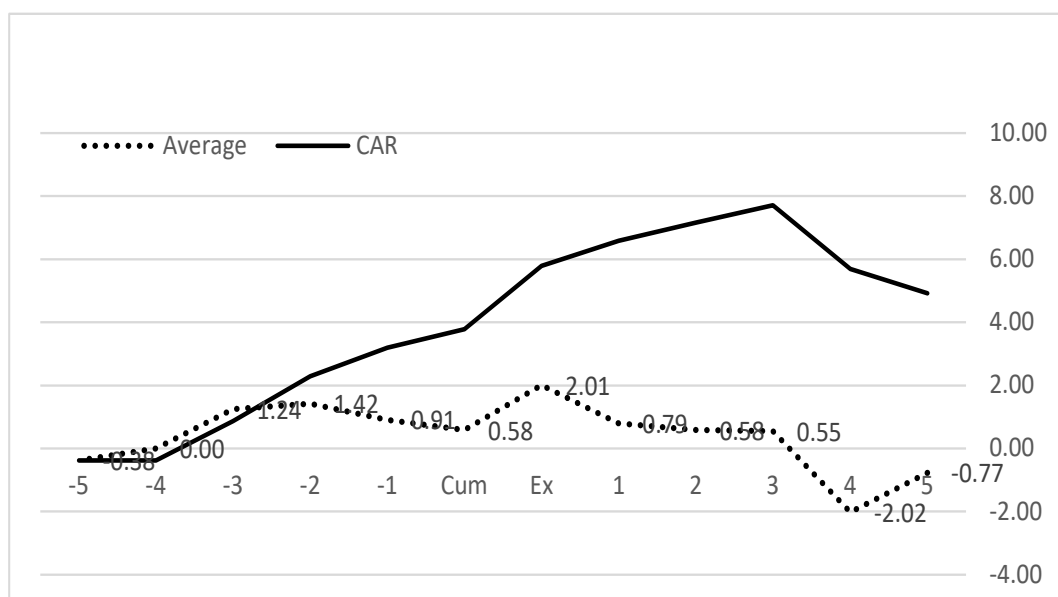
Berdasarkan grafik berikut, pada 2 hari sebelum *cum-date*, terjadi penurunan rata-rata *return* namun masih terjadi peningkatan kumulatif *return*. Sedangkan pada periode *ex-date* terjadi kenaikan *return*. Secara kumulatif, *return* positif berlanjut sampai hari ketiga setelah *ex-date* namun terjadi penurunan tingkat *return*.

Pada tanggal *ex-date* yakni ketika investor boleh menjual sahamnya tetapi masih memiliki HMTED, justru rata-rata *return* meningkat signifikan dari 0.58% menjadi 2,01%. Yang berarti terdapat reaksi positif pada tanggal *ex-date* bukan reaksi negatif.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa

pada periode *ex-date* tidak terjadi penurunan harga saham secara signifikan. Berdasarkan rata-rata *return* menunjukkan bahwa terdapat peningkatan *return* pada periode *ex-date* walau perbedaannya tidak signifikan berdasar uji beda *paired sample t-test*. Dari 62 sampel, hanya terdapat 13 emiten yang mengalami penurunan harga saham. Sedangkan sisanya tidak berubah dan justru mengalami kenaikan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Catranti (2009), Sari dan Yusi (2002), Sugiana dan Surya (2013) menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap harga saham pada saat *ex-date* yakni pada saat *right* sudah tidak berlaku lagi.



Gambar 2. Cum Date dan Ex Date

## KESIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN

### Kesimpulan

1. Hipotesis pertama yang menyatakan bahwa "Pasar bereaksi positif terkait pengumuman *right issue*" DITERIMA. Tingkat signifikansi (*p value*) kurang dari 0,05 yang berarti terdapat perbedaan signifikan antara *return* pada periode  $t+1$  dengan periode- $t$ . Pada periode ketika RUPLS masih berlangsung, tingkat *return* sebesar -0,60%. Setelah informasi terserap, pasar berreaksi positif yang ditunjukkan dengan rata-rata *return* pada sebesar 1,32% selanjutnya terjadi penurunan *return* pada 4 hari setelahnya.
2. Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa "Pasar bereaksi negatif pada tanggal *Ex-date*" DITOLAK. Tingkat signifikansi (*p value*) di atas 0,05 yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan signifikan antara *return* pada *ex-date* dengan *cum-date*. Tingkat *return* pada *ex-date* justru positif sebesar 2,01% dibanding pada *cum-date* sebesar 0,58%. Lebih jauh lagi dari 62 sampel, hanya terdapat 13 emiten yang mengalami penurunan harga saham. Sedangkan sisanya tidak berubah dan justru mengalami kenaikan.

### Implikasi

1. Menurut *signaling theory*, informasi penting akan dianggap sebagai sebuah sinyal penting yang dapat mempengaruhi pasar. Jika *right issue* memberikan sinyal positif bagi investor maka pasar akan merespon secara positif. Tambahan modal dari *right issue* yang akan diterima perusahaan digunakan sebagai tambahan modal untuk meningkatkan kinerja perusahaan atau ekspansi bisnis sehingga meningkatkan peluang *net present value* positif perusahaan di masa datang. Dengan demikian, respon investor terhadap kejadian *rights issue* seharusnya positif. Berdasarkan pengujian di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013-2017

dengan melibatkan 63 sampel didapat bahwa harga saham meningkat yang ditunjukkan dengan *return* yang positif dan terdapat perbedaan *return* dengan periode sebelumnya sebesar -0,63%. Hal ini memperkuat bahwa hipotesis *right issue* merupakan signal positif bagi investor.

2. Jika banyak penelitian mengatakan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap harga saham pada saat *ex-date*, maka hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada periode *ex-date* tidak terjadi penurunan harga saham secara signifikan. Dari 62 emiten yang diuji, hanya terdapat 13 emiten yang mengalami penurunan harga saham. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh yang Catranti (2009), Sari dan Yusi (2002), Sugiana dan Surya (2013) menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap harga saham pada saat *ex-date* yakni pada saat *right* sudah tidak berlaku lagi.
3. Implikasi bagi investor bahwa, investor tidak perlu menjual kepemilikan sahamnya pada tanggal *ex-date* karena tidak ditemukan bukti bahwa harga saham mengalami penurunan signifikan. Asumsi dari *price pressure* yang mengatakan bahwa adanya peningkatan penawaran saham (penerbitan *right issue*) akan menyebabkan harga saham menjadi lebih rendah tidak berlaku.

### Saran

1. Untuk penelitian selanjutnya perlu dijelaskan lebih jauh mengapa pada tanggal *ex-date* harga saham tidak mengalami penurunan signifikan.
2. Untuk penelitian selanjutnya perlu dilakukan kontrol perilaku perubahan harga berdasarkan nilai teoritisnya setelah penerbitan *right issue*.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Amalia. HS. 2012. *Analisis Pengaruh Pengumuman Right issue Terhadap Reaksi Pasar Suatu Event Study di BEI Pada Periode 2009-2011*. Jurnal Spread.
- Catranti, A. 2009. *Pengaruh Rights Issue terhadap Imbal Hasil Saham dan Volume Perdagangan*. Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi Bisnis & Birokrasi.
- Bursa Efek Indonesia
- Dewi, AT, Rahyuda, HH. 2014. *Studi Empiris Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Right issue Pada Perusahaan Go Public Di Bursa Efek Indonesia*. Vol 3, No 11 (2014). E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana,
- Dewi, NPS, Putra, INWA.2013. *Pengaruh Pengumuman Right issue Pada Abnormal Return Dan Volume Perdagangan Saham*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 3.3 (2013): 163-178.
- Fajar. 2016. *Haruskah Kita Menghindari Saham Perusahaan Yang Melakukan Right issue?* <http://www.fajarindra.info/2016/05/10/haruskah-kita-menghindari-saham-perusahaan-yang-melakukan-right-issue>. (Diakses 6 Januari 2017).
- Hartono. 2010. *Pengaruh Pengumuman Right issue Terhadap Kinerja Saham Dan Likuiditas Saham Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Akmenika.
- Herdjoeno, Bimam D.1995. *“Pengaruh Rights issue terhadap Kinerja Harga Saham serta Kaitannya dengan Efisiensi Pasar Modal Suatu Event study pada Bursa Efek Jakarta”*.
- Kamalsah, MGJ, Panjaitan Y,. 2012. *Analisis Pengaruh Pengumuman Right issue Terhadap Abnormal Return Dan Volume Perdagangan Saham Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009 – Kuartal 3 Tahun 2012*. Jurnal Akuntansi, 2 (April), 116- 148.
- Kurniasari, NP. 2015. *Apa Itu Right issue Apa Konsekuensinya Apakah Menguntungkan Bagi-Investor*. <http://www.bareksa.com/id/text/2015/04/07/apa-itu-right-issue-apa-konsekuensinya-apakah-menguntungkan-bagi-investor/10050/saham>. (Diakses 6 Januari 2017).
- Kustina. KT. 2010. *Perbedaan Abnormal Return Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Right issue Di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Pendidikan Nasional Denpasar. *Jurnal Riset Akuntansi (JUARA)*.
- McConnell, JJ dan Muscarella CJ, 1985. *Corporate Capital. Expenditure Decisions and The Market Value of The Firm*. Journal of Financial Economics.
- Rusdi D, Avianto A, 2009. *Pengaruh Right issue Terhadap Tingkat Keuntungan Dan Likuiditas Saham Emiten Di Bursa Efek Jakarta*. Majalah Ilmiah Sultan Agung Vol 44, No 118.
- Rusli. 2009. *Pengaruh Pengumuman Right issue Terhadap Tingkat Keuntungan Pada Saham Perbankan Dan Lembaga Keuangan Di Bursa Efek Indonesia*. Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Riau.
- Salamudin, N. 2001. *Stock Price Behaviour of Malaysian Right issue On The Announcement And Ex Right Dates*. University Teknologi MARA.
- Sari dan Yusi, P. 2002. *“Rights issue dan Tingkat Keuntungan Saham Setelah Cum-date”*. Jurnal Manajemen Indonesia Vol.1.
- Sugiana, B dan Surya, BA. 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 Vol. 2, No. 12, 2013:1395-1410.

- Sundari, Alfian, D, Aprilia, R. 2014. *Analisis Kandungan Informasi Pengumuman Right issue, Dividen Dan Saham Bonus Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Eprints STMIK GI MDP & MDP BUSINESS SCHOOL.
- Syuhana A, dan Syahyunan. 2013. *Pengaruh Right issue Terhadap Kinerja Perusahaan Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Universitas Sumatera Utara.
- Tim BEI. 2015. *Mengenal Rights Issue Saham*. [Http: //economy.okezone.com/read/2015/10/20/278/1234867/mengenal-rights-issue-saham](http://economy.okezone.com/read/2015/10/20/278/1234867/mengenal-rights-issue-saham). (Diakses 6 Januari 2017).
- Yusuf, SD, Djazuli, A, Susanto, HMH. 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 Vol. 12 No. 4 Oktober 2009. ISSN. 1411-0199.

