

Right Issue dan Tingkat Keuntungan Saham Setelah Cum Date

Prima Yusi Sari

Abstrak. Tulisan ini merupakan hasil penelitian yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh *right issue* terhadap tingkat pengembalian hasil saham setelah *cum date*, serta faktor-faktor yang mempengaruhinya. Berdasarkan penelitian terhadap 71 perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta dalam kurun waktu 1994-1996, pengalangan dana lewat cara ini cenderung menimbulkan reaksi pasar yang negatif. Reaksi negatif tersebut baik itu pada periode sekitar penawaran umum ini ditunjukkan maupun dalam periode pengumuman *right issue* maupun. Meski begitu, reaksi pasar yang positif terhadap harga saham setelah *cum date* dapat timbul oleh karena adanya rentang harga antara beli dan jual (*bid ask spread*), serta rasio yang semakin besar antara jumlah penawaran saham baru terhadap saham lama—walaupun rasio ini tidak terlalu signifikan. Di sisi lain, tingkat diskon harga penawaran saham baru yang semakin besar memberikan reaksi pasar yang negatif terhadap harga saham setelah *cum date*.

Latar Belakang

Perusahaan membutuhkan modal untuk tumbuh dan memperoleh tambahan aset. Biasanya perusahaan membeli aset jangka panjang dengan menggunakan modal jangka panjang. Salah satu sumbernya berasal dari laba yang ditahan. Tapi, ketika modal yang dibutuhkan lebih besar ketimbang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana secara internal, maka pada saat tersebut perusahaan membutuhkan dana secara eksternal.

Caranya, perusahaan dapat menawarkan saham baru kepada pemegang saham yang telah ada dengan menerbitkan penawaran saham terbatas atau *right issue*, selain menawarkan saham secara umum kepada publik. Sebagai salah satu sumber pembiayaan jangka panjang, *right issue* memberikan hak bagi pemodal untuk membeli saham baru yang dikeluarkan emiten (perusahaan yang menerbitkan saham), yang harus ditawarkan terlebih dahulu ke pemegang saham lama. Investor lama memiliki hak membeli efek terlebih dahulu atau *preemptive right* agar dapat memper-tahankan proporsi kepemilikannya di perusahaan tersebut. Karena merupakan hak, maka investor tidak terikat untuk harus membelinya. Apabila investor tidak mau menggunakan haknya, maka ia dapat menjual *right* tersebut.

Umumnya, pemegang saham menerima satu *right* untuk tiap saham yang mereka miliki. Harga saham yang ditawarkan pun lebih rendah dari harga pasar,

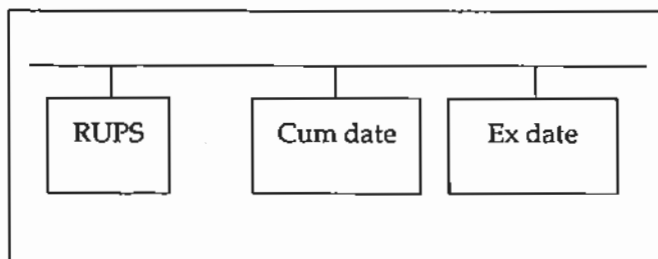
maksudnya agar dapat memberikan keuntungan pada saat penawaran *right*. Dan, dengan adanya *right issue* ini, berarti jumlah saham yang beredar semakin banyak.

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 tak berlaku lagi (*ex date*). Ini terjadi karena para investor bersifat mengantisipasi informasi yang memberikan indikasi positif maupun negatif.

Penelitian tentang pengaruh pengumuman *right issue* terhadap harga saham telah banyak dilakukan dengan hasil yang bermacam-macam. Antara lain oleh Bayless dan Chaplinsky (1996) yang mengemukakan bahwa reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue* akan berkurang di saat tingginya volume agregat *right issue* (*hot period*). Bohren et al. (1997) menemukan bahwa reaksi harga saham terhadap penawaran umum terbatas yang tak diasuransukan (*uninsured rights*) adalah positif dan signifikan.

Sedangkan, penelitian tentang harga saham setelah *cum date* maupun *ex date*, masih sedikit. Salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Goyal et al. (1994), yang meneliti perilaku harga saham di sekitar *ex date* pada perusahaan yang terdaftar di Tokyo Stock Exchange. Mereka membuktikan bahwa terjadi tingkat pengembalian hasil yang abnormal (*abnormal return*) yang signifikan pada saat *ex date*.

Gambar 1.
Timeline



Penelitian ini menarik untuk dikaji, mengingat masih sedikitnya penelitian tentang *right issue* di Indonesia. Padahal nilai emisi kumulatif yang diperoleh melalui *right issue* sejak 1989 hingga 1998 mencapai Rp 47.428.985.100.000, atau jauh melebihi nilai emisi yang diperoleh dalam penawaran saham perdana (*initial public offering/IPO*) sejak 1977 hingga 1999 sebesar Rp 27.924.044.600.000. Selain itu, *right issue* merupakan salah satu sumber dana dengan proses yang lebih mudah dan cepat bila dibandingkan dengan perolehan dana dari sumber lain. Krisis moneter—yang melanda Indonesia sejak pertengahan 1997—memaksa perusahaan mencari dana segar lebih banyak untuk membayar utangnya yang membengkak akibat depresiasi rupiah terhadap dolar Amerika Serikat (AS). Sedangkan saat yang bersamaan, bank mengalami kesulitan likuiditas di tengah krisis perbankan yang mendera negeri ini sehingga teramat sulit bagi perusahaan memperoleh dana dari pinjaman perbankan. Kalaupun ada, bank akan membebani perusahaan dengan bunga yang sangat tinggi sehingga semakin menyulitkan kondisi keuangan perusahaan. Oleh karena itu, *right issue* merupakan salah satu solusi terbaik untuk memperoleh dana yang dibutuhkan perusahaan.

Pada saat *cum date*, di mana *right* tidak berlaku lagi, maka yang terjadi adalah harga saham yang berdasarkan mekanisme pasar. Oleh karena itulah maka peneliti bermaksud untuk melakukan penelitian terhadap harga saham setelah *cum date*. Walaupun telah ada beberapa penelitian tentang *right issue*, baik di seputar pengumuman *right issue* (Widjaja, 2000), maupun di sekitar *ex date* (Masruroh, 2000), namun belum ada yang mengaitkan antara selisih harga beli dan jual (*spread*) dengan reaksi harga pasar setelah *cum date*.

Studi Literatur

Right issue merupakan hak istimewa yang diberikan kepada pemegang saham lama untuk mendaftar guna mendapatkan saham biasa atau suatu emisi baru sebelum ditawarkan kepada masyarakat. Dengan *right*

issue, perusahaan dapat mengumpulkan dana melalui partisipasi pemegang saham lama—tentu saja langkah ini dilanjutkan setelah mendapat persetujuan mayoritas dari para pemegang saham, tanpa mengurangi hak mereka untuk mempertahankan proporsi sahamnya (*preemptive right*).

Lain halnya dengan penawaran umum biasa, *preemptive right* tidak dapat dipenuhi karena investor baru dapat saja melakukan pembelian saham perusahaan tanpa halangan. Cara ini dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham baru karena biasanya perusahaan menerbitkan saham baru dengan harga yang lebih murah dari harga pasar, agar saham tersebut menarik minat investor.

Informasi mengenai restrukturisasi keuangan perusahaan diperoleh saat rapat umum pemegang saham (RUPS). Restrukturisasi ini merupakan salah satu cara untuk meningkatkan dan memaksimalkan harga pasar saham. Secara teoritis, dalam kondisi pasar modal dengan efisiensi informasi setengah kuat (*semi strong*), harga saham akan sangat dipengaruhi oleh informasi keuangan yang disajikan oleh perusahaan. Pasar akan mengoreksi harga segera setelah informasi itu dipublikasikan.

Makanya, penelitian kali ini akan menelusuri faktor-faktor apa yang diperkirakan memberi pengaruh yang signifikan pada reaksi harga saham setelah *cum date*.

Reaksi Harga Saham

Penerbitan atau pengguyuran sejumlah saham baru ke pasar, secara temporer akan menekan harga saham. Jika jumlah saham baru yang diterbitkan sangat besar, tekanan harga ini tidak akan memungkinkan investor mencetak uang. Kepercayaan pada tekanan harga ini memberi implikasi bahwa saham baru akan menekan harga saham secara temporer di bawah nilai sebenarnya.

Bagaimanapun, pandangan ini tidaklah terlalu sesuai dengan efisiensi pasar. Jika harga saham jatuh karena meningkatnya penawaran, maka saham itu akan menawarkan tingkat pengembalian hasil (*return*) yang lebih tinggi ketimbang saham lain, dan investor akan tertarik untuk melakukannya.

Penelitian terhadap penerbitan saham baru, umumnya membuktikan bahwa pengumuman penerbitan itu mengakibatkan penurunan pada harga saham (Emery, 1997). Reaksi harga saham terhadap penawaran *uninsured right* adalah positif dan signifikan (Bohren et al.), dan sesuai juga dengan kaidah informasi yang asimetris (*asymmetric information*). Penelitian Bayless dan Chaplinsky mengemukakan bahwa volume agregat penawaran saham digunakan untuk menentukan periode kapan waktu yang tepat untuk melakukan *right issue*. Reaksi harga saham pada pengumuman *right issue* akan berkurang di saat

tingginya volume agregat *right issue* (*hot period*) dibandingkan saat *cold period*. Ini menunjukkan bahwa *hot period* sebagai jendela kesempatan (*window of opportunity*), atau saat yang baik untuk melakukan *right issue*—setidaknya saat itu akan mengurangi tingkat *asymmetric information*.

Penelitian oleh Widjaja menemukan bahwa pengumuman penawaran umum terbatas cenderung menimbulkan respon pasar yang negatif, terutama pada tanggal diumumkannya penawaran umum terbatas, serta di sekitar tanggal tersebut (*short event window*). Sedangkan dalam periode pengamatan jangka panjang (*long event window*), pengumuman itu cenderung menimbulkan respon pasar yang positif.

Goyal dan koleganya dalam penelitian tentang *right issue*, membuktikan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan pada periode setelah *ex date*. Proses ini bertentangan dengan teori yang mengemukakan bahwa harga saham akan menurun sebesar nilai *right* pada saat *ex date*, karena pada saat itu pembelian saham tidak lagi disertai dengan *right*.

Spread

Salah satu karakteristik yang penting yang dicari oleh investor dalam suatu pasar keuangan yang terorganisir adalah likuiditas—kemampuan untuk membeli atau menjual sejumlah sekuritas secara cepat. Untuk memelihara likuiditas, banyak bursa yang menggunakan *marketmaker*, yaitu pihak-pihak yang siap untuk membeli atau menjual kapan pun seandainya publik berniat untuk membeli atau menjual.

Menurut Kothare (1993), rentang antara harga beli-jual akan meningkat setelah pengumuman *right issue*. Perubahan ini dihubungkan dengan perubahan dalam struktur kepemilikan perusahaan yang menerbitkan *right*. Penawaran umum menyebabkan penyebaran yang besar dalam kepemilikan saham yang mendorong untuk lebih mengonsentrasikan kepemilikan. Semakin besar selisihnya, berarti semakin tinggi volatilitas saham tersebut, sehingga *return* yang akan diperoleh juga semakin besar (Roll, 1984). Sedangkan, Goyal membuktikan adanya hubungan yang positif antara *spread* dan *ex date return*.

Ratio

Pengumuman penawaran umum terbatas yang menawarkan rasio jumlah saham baru yang relatif besar terhadap jumlah saham lama, menurut Widjaja, dapat berpengaruh positif terhadap reaksi harga sahamnya (imbalan saham)—meski pengaruhnya kurang signifikan. Hasil itu senada dengan penelitian Goyal, yang menunjukkan kalau *return* saham setelah *ex date* akibat adanya *right issue* memiliki hubungan positif dan signifikan dengan rasio jumlah lembar saham baru

terhadap jumlah saham lama.

Kedua hasil tersebut tidak sesuai dengan teori berdasarkan mekanisme pasar bahwa semakin besar jumlah saham yang ditawarkan ke pasar maka akan semakin menekan harga saham itu (*price pressure effect*).

Subspr

Berdasarkan hasil penelitiannya, Widjaja menyimpulkan bahwa pengumuman penawaran umum terbatas dengan diskon harga penawaran saham baru (*subspr*) yang besar dapat berpengaruh positif terhadap reaksi harga sahamnya. Senada dengan Widjaja, Goyal melihat adanya hubungan positif yang signifikan antara *return* saham pada saat *ex date* dengan diskon harga penawaran saham baru.

Kedua penelitian tersebut tidak sesuai dengan teori sinyal (*signaling theory*) yang mengatakan bahwa semakin rendah harga penawaran saham baru—yang berarti semakin besar selisih antara harga saham baru dengan harga pasar saham lamanya relatif terhadap harga pasar saham lama (diskonnya semakin besar)—maka akan memberikan sinyal yang negatif ke pasar yang berkaitan dengan prospek perusahaan.

Metode Penelitian

Sampel

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan-perusahaan yang menerbitkan *right* di Bursa Efek Jakarta, sebanyak 84 perusahaan, dalam kurun waktu 1994-1996. Untuk menghilangkan adanya pengaruh yang timbul dari penerbitan *right* untuk saham biasa yang digabung dengan waran (surat 'pemanis' yang kelak bisa dipertukarkan dengan saham/*warrant*) dan obligasi yang bisa dipertukarkan (*convertible bond*), maka sampel yang diambil dikurangi sebanyak sebelas perusahaan. Sebanyak 2 perusahaan lagi dikeluarkan dari penelitian ini, karena tak masuk dalam kriteria sampel (*outlier*). Akhirnya, jumlah sampel menjadi 71 perusahaan. Waktu pengamatan ditentukan empat puluh lima hari sebelum dan empat puluh lima hari sesudah *ex date* bagi masing-masing perusahaan, agar data yang diperoleh tidak bias.

Variabel CAR

Variabel ini merupakan akumulasi dari tingkat pengembalian yang abnormal (*cumulative abnormal return/CAR*), yang diukur dengan cara menjumlahkan *abnormal return* dari saham *i* pada periode $t = -10$ sampai $t = +35$, dengan $t = 0$ merupakan tanggal *ex date*.

Market Model Method

Dalam penelitian ini, *abnormal return* diukur dengan

menggunakan pendekatan *market model method*. Metode ini banyak digunakan karena risiko dihubungkan dengan *return* pasar dan *return* rata-ratanya. Sebagai langkah awal, penelitian ini harus menentukan periode kejadiannya (*event period*) yaitu tanggal *ex date*. Periode yang lebih lama akan memberi keyakinan bahwa semua akibat dapat ditangkap, namun di lain pihak dapat juga menyebabkan banyaknya data yang tidak beraturan (Weston dan Chung, 1998).

Model ini diestimasi dengan melakukan regresi untuk memperoleh parameter α dan β .

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

Pada penelitian ini, model tersebut mengalami penyesuaian dengan memasukkan unsur *return* dari nilai tukar rupiah terhadap dolar AS. Penyesuaian ini dilakukan karena berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Hermanto (1998), harga saham di bursa Jakarta tidak hanya dipengaruhi oleh hasil di pasar, juga secara signifikan dipengaruhi oleh hasil pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS (*foreign exchange*). Penambahan faktor ini ke dalam *market model* didasarkan pada kenyataan bahwa bursa Jakarta belum menjadi pasar yang efisien (*efficient market*), sehingga tidak seluruh informasi direfleksikan oleh pasar.

Regresi dilakukan selama periode $t = -11$ sampai $t = -45$, dan $t = 0$ merupakan tanggal *ex date*, untuk memperoleh parameter α , β_1 dan β_2 .

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \beta_{2j} R_{kt} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

Keterangan:

R_{jt} = *return* saham j pada waktu t, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} \quad (3)$$

dan P_{jt} merupakan harga penutupan saham j pada hari ke-t.

R_{mt} = *return* pasar pada waktu t, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (4)$$

dan IHSG merupakan indeks harga saham gabungan pada penutupan harian.

R_{kt} = *return* kurs pada waktu t, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{kt} = \frac{Kurs_t - Kurs_{t-1}}{Kurs_{t-1}} \quad (5)$$

dan kurs merupakan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS pada hari ke t.

β_{1j} = mengukur sensitivitas saham j terhadap pasar, merupakan ukuran risiko.

β_{2j} = mengukur sensitivitas saham j terhadap kurs, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS.

α_j = rata-rata *return* selama periode tersebut yang tidak dijelaskan oleh pasar.

ε_{jt} = error.

Regresi ini menghasilkan estimasi α_j dan β_j yang disebut α_j dan β_j yang akan digunakan untuk menghitung hasil saham yang diperkirakan (*expected return*) pada suatu hari dalam periode yang ditentukan. *Expected return* untuk saham j pada tanggal t, dapat diukur dengan menggunakan persamaan:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j} R_{mt} + \beta_{2j} R_{kt} \quad (6)$$

Keterangan:

R_{jt} = *expected return* saham j pada tanggal t.

R_{mt} = *return* pasar pada tanggal t.

R_{kt} = *return* kurs pada tanggal t.

α_j = *expected alpha*.

β_{1j} = *expected beta* pasar.

β_{2j} = *expected beta* kurs.

Expected return, R_{jt} , mencerminkan *return* yang diperkirakan apabila tidak terdapat peristiwa *right issue*. Setelah kita memperoleh *expected return*, pada tiap-tiap hari selama periode $t = -10$ sampai $t = +35$ untuk tiap perusahaan, maka selanjutnya kita akan menghitung *abnormal return* pada tiap-tiap hari untuk tiap perusahaan. *Abnormal return* merupakan selisih antara hasil aktual dengan hasil yang diperkirakan.

$$R_{jt}^* = R_{jt} - R_{jt} \quad (7)$$

Keterangan:

R_{jt}^* = *abnormal return* saham j pada tanggal t.

R_{jt} = *actual return* saham j pada tanggal t.

R_{jt} = *expected return* saham j pada tanggal t.

Average Abnormal Return

Untuk mengetahui seberapa besar perubahan *abnormal return* setelah *cum date* yang terjadi akibat adanya *right issue*, maka perlu dihitung rata-rata atau *average abnormal return* sepanjang periode $t = -10$ sampai $t = +35$.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N R_{jt} \quad (8)$$

Keterangan:

AAR_t = *average abnormal return* seluruh sampel pada tanggal t .

R_{jt} = *abnormal return* saham j pada tanggal t .

N = jumlah sampel yang digunakan.

Untuk menghitung signifikansi AAR_t , digunakan statistik t .

$$t = \frac{AAR_t}{S(AAR)} \quad (9)$$

Keterangan:

$S(AAR)$ = standar deviasi dari AAR , yang dihitung dengan rumus:

$$S(AAR) = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N (\hat{R}_{jt} - AAR_t)^2} \quad (10)$$

dengan N = jumlah sampel yang digunakan.

Cumulative Average Abnormal Return

Cumulative average abnormal return merupakan akumulasi dari seluruh AAR pada periode yang diamati dan dapat dihitung dengan cara:

$$CAAR = \sum_{t=-10}^{t=+35} AAR_t \quad (11)$$

Keterangan:

$CAAR$ = *cumulative average abnormal return* dari seluruh sampel pada periode $t = -10$ sampai $t = +35$.

AAR_t = *average abnormal return* dari seluruh sampel pada tanggal t .

Tingkat signifikansi $CAAR$ diuji dengan menggunakan statistik t .

$$t = \frac{CAAR}{\sqrt{T \cdot S(AAR)}} \quad (12)$$

Keterangan:

$S(AAR)$ = standar deviasi dari AAR .

T = jumlah hari pengamatan.

Variabel Spread

Bid ask spread merupakan rentang antara harga yang ditawarkan oleh penjual dan harga diinginkan atau diminta oleh pembeli dalam suatu perdagangan saham yang terjadi pada suatu hari bursa. Variabel ini diukur dengan rumus (Christie and Schultz, 1995):

$$Spread_t = \frac{offer_t - bid_t}{\frac{offer_t + bid_t}{2}} \quad (13)$$

Keterangan:

$Spread_t$ = *spread* pada waktu t .

Offer = harga saham yang ditawarkan pada waktu t .

Bid = harga saham yang diminta pada waktu t .

Variabel ini dihitung selama periode $t = +1$ hingga $t = +5$, dengan $t = 0$ merupakan tanggal *ex date*. Kemudian hasil perhitungan tersebut dirata-ratakan sehingga diperoleh *spread* rata-rata.

$$Spread = \frac{\sum_{t=1}^5 Spread_t}{N} \quad (14)$$

Keterangan:

N = jumlah hari pengamatan

Variabel Ratio

Variabel ini merupakan besarnya jumlah lembar saham baru yang dikeluarkan relatif terhadap jumlah saham yang beredar. Semakin banyak jumlah lembar saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan, mengakibatkan semakin besarnya efek dilusi yang merupakan selisih antara harga pemesanan saham baru dan harga pasar saham yang beredar. Besarnya rasio ini biasanya dicantumkan di dalam prospektus perusahaan yang melakukan penawaran umum terbatas.

Variabel Subspr

Variabel ini dihitung dengan cara membagi selisih antara harga pasar saham yang beredar dan harga pemesanan saham baru yang dikeluarkan dengan harga pasar saham yang beredar. Harga pemesanan saham baru diperoleh dari informasi pada prospektus yang diterbitkan oleh perusahaan yang melakukan penawaran umum terbatas.

$$Subspr_j = \frac{MV_j - PS_j}{MV_j} \quad (15)$$

Keterangan:

$Subspr_j$ = diskon atas harga pemesanan saham baru.

MV_j = harga rata-rata saham yang beredar pada perusahaan j .

PS_j = harga pemesanan saham baru perusahaan j .

Harga rata-rata saham yang beredar diukur dengan cara merata-ratakan harga penutupan saham j pada periode $t = -45$ sampai $t = -36$, dengan $t = 0$ merupakan tanggal *ex date*. Penentuan periode pengamatan sebanyak sepuluh hari dan ditentukan mulai $t = -36$ dimaksudkan agar data yang diperoleh dapat terhindar dari bias yang kemungkinan terjadi apabila data diambil di sekitar tanggal *ex date*.

$$MV_j = \frac{\sum_{t=-1}^N P_j}{N} \quad (16)$$

Keterangan:

P_j = harga penutupan saham j pada tanggal t
 N = jumlah hari pengamatan.

Hipotesis

Hipotesis yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H_{a1} : Return harga saham setelah *cum date* akan menurun akibat adanya *right issue*.
 H_{a2} : Semakin besar *spread* antara *offer* dan *bid*, maka return harga saham setelah *cum date* akan semakin meningkat.
 H_{a3} : Semakin besar rasio antara jumlah saham baru dengan saham yang beredar, maka return harga saham setelah *cum date* akan semakin buruk.
 H_{a4} : Semakin tinggi perbandingan antara harga pemesanan saham baru relatif terhadap harga pasar saham yang beredar, maka return harga saham setelah *cum date* akan semakin buruk.

Persamaan regresi kelipatan yang digunakan untuk memperkirakan hubungan antara variabel-variabel dalam penelitian ini adalah:

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 Spread_j + \beta_2 Ratio_j + \beta_3 Subspr_j + \varepsilon \quad (17)$$

Keterangan:

- CAR_j = *cumulative abnormal return* saham j selama periode $t = +1$ sampai $t = +5$
 $Spread_j$ = selisih antara *offer* dan *bid* saham j .
 $Ratio_j$ = perbandingan antara jumlah lembar saham baru dengan saham yang beredar.
 $Subspr_j$ = perbandingan antara harga pemesanan saham baru dengan harga pasar saham yang beredar pada perusahaan j .
 ε = error.

Hasil Penelitian

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan (lihat Tabel 1), pada $t = 0$, yaitu pada saat *ex date* (sehari setelah *cum date*, di mana *right* tidak berlaku lagi) maka terjadi *average abnormal return* (AAR) yang signifikan sebesar

0,0765058. Artinya, terdapat respon pasar yang negatif sebesar 7,65% pada saat *right* tidak berlaku lagi (*ex date*). Secara uji statistik nonparametrik memperlihatkan jumlah *abnormal return* yang negatif sebanyak 54 peristiwa, artinya bahwa terjadi 54 peristiwa *right issue* yang direspon negatif oleh pasar pada saat *ex date*.

Di sekitar *ex date* (*short event window*), yaitu pada saat $t = -1$, terdapat AAR sebesar -0,02627, begitu juga pada $t = -2$, AAR = -0,01494, sedangkan AAR pada $t = +1$ yaitu -0,02056. Hasil ini menunjukkan bahwa di sekitar *ex date*, masing-masing terdapat 2,63%, 1,49%, dan 2,06% peristiwa *right issue* yang direspon negatif oleh pasar. Uji statistik nonparametrik juga menunjukkan bahwa secara berurutan terdapat 48, 51, dan 39 peristiwa *right issue* yang direspon negatif.

Pada $t = -4$ juga terdapat penurunan AAR yang signifikan yaitu sebesar -0,0124, yang berarti 1,24% dari peristiwa *right issue* direspon negatif oleh pasar, dan diperkuat oleh uji statistik nonparametrik dengan hasil sebanyak 47 dari total 72 peristiwa *right issue* direspon negatif oleh pasar. Kejadian ini dapat dijelaskan karena $t = -4$ merupakan tanggal pengumuman diadakannya *right issue*.

Dalam periode yang lebih panjang (*long event window*), AAR yang terjadi lebih bervariasi, ada yang mengalami penurunan, namun ada juga yang mengalami kenaikan. Pada $t = -7$ terdapat kenaikan AAR sebesar 0,00699. Begitu juga hingga $t = -9$, terjadi kenaikan AAR, yang artinya kemungkinan adanya 'orang dalam' (*insider trading*) yang mengambil kesempatan ketika mengetahui akan diadakannya penawaran umum terbatas oleh suatu perusahaan, walaupun hasil ini tidak terlalu signifikan.

Secara kumulatif, baik pada saat di sekitar *ex date* (*short event window*) maupun pada periode yang lebih panjang (*long event window*), terdapat *cumulative average abnormal return* yang negatif, yang artinya secara kumulatif pasar memberikan respon negatif terhadap adanya *right issue*. Tingkat signifikansi yang paling besar terdapat pada periode (-2, +2) dengan CAAR sebesar -0,14297, yang artinya sebesar 14,297% peristiwa *right issue* direspon negatif oleh pasar.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang mengatakan bahwa harga saham setelah *cum date* akan mengalami penurunan atau menimbulkan respon pasar yang negatif karena mulai *ex date* (sehari setelah *cum date*) pembelian saham tidak lagi disertai dengan perolehan *right*. Sehingga, harga saham akan terkoreksi dan harga yang timbul adalah berdasarkan mekanisme pasar. Tetapi, hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Goyal et al. yang menemukan adanya peningkatan *abnormal return* yang signifikan pada periode setelah *ex date*. Perbedaan ini mungkin terjadi karena adanya perbedaan karakteristik antara Tokyo Stock Exchange dengan Bursa Efek Jakarta yang

Tabel 1.
Abnormal return

Hari ke	AAR	CAAR	T(AAR)	(-)	(+)
-10	-0.0065373	-0.00345	-1.50625	44	28
-9	0.00308602	-0.00037	0.613327	42	30
-8	0.00552793	0.005161	1.031879	42	30
-7	0.00698522	0.012146	1.037972	32	40
-6	-0.0053827	0.006764	-0.80858	39	33
-5	0.00530856	0.012072	1.139762	38	34
-4	-0.0123892	-0.00032	-2.30171	47	25
-3	-0.0045425	-0.00486	-1.05421	43	29
-2	-0.0149391	-0.0198	-1.78806	48	24
-1	-0.0262746	-0.04607	-1.77878	51	21
0	-0.0765058	-0.12258	-5.48477	54	18
1	-0.0205643	-0.14314	-1.85454	39	33
2	-0.0046894	-0.14783	-1.43914	48	24
3	-0.0064685	-0.1543	-1.02698	38	34
4	-0.0020914	-0.15639	-0.51738	39	33
5	-0.0043507	-0.16074	-0.44755	38	34
6	-0.0013014	-0.16204	-0.36257	35	37
7	-0.0084602	-0.1705	-1.22521	39	33
8	-0.0072748	-0.17778	-1.456	44	28
9	0.00857458	-0.16921	2.028116	34	38
10	-0.0037713	-0.17298	-0.66897	42	30
11	-0.003677	-0.17665	-0.55647	41	31
12	-0.0062255	-0.18288	-0.80202	42	30
13	-0.0065954	-0.18947	-0.83398	47	25
14	-0.0064838	-0.19596	-1.24865	44	28
15	-0.0033938	-0.19935	-0.77745	41	31
16	-0.0062173	-0.20557	-0.89274	40	32
17	-0.0011424	-0.20671	-0.38256	41	31
18	-0.0003158	-0.20703	-0.06611	42	30
19	-0.0048082	-0.21184	-0.51559	35	37
20	-0.0085956	-0.22043	-1.72821	46	26
21	0.00096939	-0.21946	0.247103	39	33
22	0.00296731	-0.21649	0.627968	33	39
23	-0.0106269	-0.22712	-2.51148	43	29
24	0.00024791	-0.22687	0.045607	48	24
25	0.00452534	-0.22235	0.900299	35	37
26	-0.0076364	-0.22998	-1.13786	33	39
27	0.0070653	-0.22292	0.788401	34	38
28	-0.006043	-0.22896	-0.71588	39	33
29	-0.0064015	-0.23536	-1.1689	36	36
30	0.00190919	-0.23345	0.256503	31	41
31	-0.0016293	-0.23508	-0.20488	33	39
32	-0.002824	-0.23791	-0.46924	39	33
33	0.00757833	-0.23033	0.986205	33	39
34	-0.002809	-0.23314	-0.46488	38	34
35	-0.0056514	-0.23879	-1.04072	37	35

Sumber : Hasil pengolahan data.

Tabel 2.
CAAR

		T(CAAR)
CA(-10,+10)	-0.17606	-0.2758
CA(-5,+5)	-0.16751	-0.58841
CA(-2,+2)	-0.14297	-1.24343
CA(+1,+5)	-0.03816	-0.49602
CA(+6,+35)	-0.07805	-0.07929

Sumber : Hasil pengolahan data.

dijadikan tempat penelitian.

Hasil penelitian lain yang dilakukan di bursa Jakarta yang dilakukan oleh Widjaja justru mendukung hasil penelitian ini. Menurut Widjaja, pengumuman penawaran umum terbatas cenderung menimbulkan respon pasar (dalam bentuk *average abnormal return*) yang negatif pada tanggal diumumkannya penawaran umum terbatas dan di sekitar tanggal penawaran umum terbatas tersebut (*short event window*). Sedangkan dalam periode pengamatan jangka panjang (*long event window*), pengumuman penawaran umum terbatas cenderung menimbulkan respon pasar yang positif. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Masruroh bahwa harga saham pada saat *ex date* dan di sekitar *ex date* menunjukkan *abnormal return* yang negatif. Respon pasar yang negatif terhadap pengumuman penawaran umum terbatas ini mendukung *signaling theory* dan memberikan bukti adanya kekhawatiran pasar terhadap sinyal perusahaan dalam kepemilikan saham oleh manajemen atau pihak pengendali perusahaan yang lebih membawa dampak yang merugikan posisi investor luar (pasar).

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham Setelah *Cum Date*

Setelah menemukan model yang cocok untuk penelitian ini, pembahasan dilanjutkan dengan menelusuri masing-masing variabel dalam model

tersebut dan hubungannya dengan variabel terikat.

Spread

Variabel *spread* memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan variabel terikatnya (Tabel 3). Apabila *spread* antara *offer* dan *bid* semakin besar, maka tingkat hasil saham setelah *cum date* juga akan meningkat. Berarti hipotesis nol yang ditetapkan dalam penelitian ini ditolak.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Goyal et al. yang menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara *spread* dan *return* saham setelah *ex date*. Sedangkan Kothare mengatakan bahwa *spread* akan meningkat setelah pengumuman akan dilaksanakannya penawaran umum terbatas (*right issue*).

Ratio

Dari Tabel 3 juga menunjukkan bahwa variabel *ratio* memiliki koefisien yang positif, artinya antara variabel *ratio* dan CAR memiliki hubungan yang positif, meski tak begitu signifikan. Sedangkan hipotesis yang diajukan mengemukakan bahwa antara variabel *ratio* dan CAR memiliki hubungan yang negatif. Berarti hipotesis nol yang ditetapkan dalam penelitian ini diterima.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori *price pressure effect* yang mengatakan bahwa semakin besar jumlah saham yang ditawarkan ke pasar, maka akan semakin menekan harga saham itu. Namun hasil ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Goyal et al. yang membuktikan bahwa *return* saham setelah *ex date* akibat adanya *right issue* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan rasio jumlah lembar saham baru yang diterbitkan dengan jumlah lembar saham lamanya. Hasil ini juga senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Widjaja kalau pengumuman penawaran umum terbatas yang menawarkan jumlah saham baru yang besar relatif terhadap jumlah saham lamanya dapat berpengaruh positif terhadap reaksi

Tabel 3.
Koefisien regresi

Model		Unstd. B	Coefficients Std. Error	Std. Coeff. Beta	t	Sig.	Collinearity Tolerance	Statistics VIF
1	(Constant)	-1,748E-02	,080		-,218	,828		
	SPREAD	1,424	,463	,303	3,077	,003	,977	1,024
	RATIO	4,255E-02	,027	,156	1,561	,123	,952	1,051
	SUBSPR	-,422	,100	-,424	-4,206	,000	,931	1,074

Sumber : Hasil pengolahan data.



harga sahamnya (imbalan sahamnya).

Selain itu, hasil penelitian ini juga menunjukkan hubungan yang kurang signifikan antara rasio dengan *abnormal return*, yang didukung pula oleh Widjaja yang menemukan hubungan yang kurang signifikan antara rasio dan *abnormal return*.

Subspr

Variabel *subspr* memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan variabel CAR. Artinya semakin tinggi perbandingan antara selisih harga pemesanan/penawaran saham baru dengan harga pasar saham lamanya relatif terhadap harga pasar saham lamanya, maka *return* harga saham setelah *cum date* akan semakin buruk. Hasil ini berarti menolak hipotesis nol dan menerima hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini.

Dengan begitu, penelitian ini memberikan hasil yang sesuai dengan *signaling theory* yang mengemukakan bahwa semakin rendah harga penawaran saham baru dibandingkan dengan harga pasar saham lamanya, berarti diskon yang diberikan semakin besar. Diskon ini akan memberikan sinyal yang negatif ke pasar yang berkaitan dengan prospek perusahaan. Akan tetapi, hasil ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Goyal et al. yang menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara *return*

saham pada saat *ex date* dengan diskon harga penawaran saham baru. Demikian juga dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Widjaja bahwa pengumuman penawaran umum terbatas dengan diskon harga penawaran saham baru yang besar dapat berpengaruh positif terhadap reaksi harga sahamnya (imbalan sahamnya).

Kesimpulan

1. Adanya penawaran umum terbatas atau *right issue* cenderung menimbulkan reaksi pasar yang negatif terhadap harga saham pada saat *ex date* maupun di sekitar *ex date* (*short event window*).
2. Secara kumulatif, adanya *right issue* juga menimbulkan reaksi pasar yang negatif pada periode pengamatan yang lebih panjang (*long event window*).
3. Adanya *right issue* dengan *spread* antara *offer* dan *bid* yang semakin besar, dapat menimbulkan reaksi pasar yang positif terhadap harga saham setelah *cum date*.
4. Adanya *right issue* dengan rasio yang semakin besar antara jumlah lembar saham baru terhadap jumlah saham lamanya dapat menimbulkan reaksi pasar yang positif terhadap harga saham setelah *cum date*, namun pengaruhnya kurang signifikan.
5. Adanya *right issue* dengan perbandingan yang

semakin besar antara selisih harga penawaran saham baru dan harga pasar saham lamanya relatif terhadap harga pasar saham lamanya (diskonnya semakin besar), akan menimbulkan reaksi pasar yang negatif terhadap harga saham setelah *cum date*.

Saran

Saran untuk Penelitian Selanjutnya

1. Agar hasil penelitian yang diperoleh dapat dilihat secara umum, maka sampel yang diambil dapat diperbesar dengan menggunakan semua perusahaan yang telah melakukan *right issue*. Selain itu, penelitian sebaiknya juga melihat pengaruh krisis moneter yang melanda Indonesia sejak pertengahan 1997 dan akibatnya terhadap penawaran umum terbatas (*right issue*).
2. Pada penelitian selanjutnya, dapat meneliti pengaruh struktur modal terhadap *return* saham, karena mungkin saja terdapat perbedaan struktur modal antara sebelum dan setelah krisis moneter yang melanda Indonesia.

Saran untuk Emiten

Emiten sebaiknya mempertimbangkan penetapan harga penawaran saham baru dengan memberikan diskon yang menarik tanpa membebani rencana yang telah disusun sehubungan dengan penawaran umum terbatas tersebut.

Saran untuk Investor

Investor sebaiknya lebih memberikan perhatian terhadap penawaran umum terbatas yang memberikan diskon yang besar, sehingga saham tersebut dapat diperoleh dengan harga yang lebih murah. Perhatikan juga penawaran umum terbatas yang menerbitkan saham dalam jumlah besar, karena perdagangan saham tersebut akan menjadi lebih likuid.

Daftar Kepustakaan

- Bayless, Mark and Susan Chaplinsky. "Is There a Window Opportunity for Seasoned Equity Issuance?," *The Journal of Finance*. Vol. II, no. 1, Maret 1996.
- Bohren, Oyvind, B. Espen Eckbo and Dag Michalsen. "Why Underwrite rights Offerings? Some New Evidence," *Journal of Financial Economics*. Vol. 46, 1997.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus. *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill, Inc, 1995.
- Bruner, Robert F. *Case Studies in Finance: Managing for Corporate Value Creation*. Second Edition. Sidney: Richard D. Irvin, 1994.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo and A. Craig MacKinlay. *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press, 1997.
- Christie, William G. and Paul H. Schultz. "Market Structure and the

- Intraday Pattern of Bid-Ask Spreads for NASDAQ Securities," *Journal of Business*. Vol. 68, no. 1, 1995.
- Emery, Douglas R and John D. Finnerty. *Corporate Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall, Inc., 1997.
- Goyal, Vidhan, Chung-Yang Hwang, Narayanan Jayaraman and Kuldeep Shastri. "The Ex-date Impact of Rights Offerings: The Evidence from Firms Listed on the Tokyo Stock Exchange," *Pacific-Basin Finance Journal*. No. 2, 1994.
- Healey, Joseph F. *Statistics: A Tool for Social Research*. Third Edition. Belmont, California: Wadsworth, 1993.
- Hermanto, Bambang. *Nominal Stock Return Volatility on the Jakarta Stock Exchange and Change in Government Policy*. Ph.D Dissertation. Department of Accounting and Finance, Faculty of Commerce and Social Science, The University of Birmingham, UK, 1998.
- Musnan, Suad. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua. Yogyakarta: AMP YKPN, 1996.
- Judge, George G., R. Carter Hill, William E. Griffiths, Helmut Lutkepohl, and Tsoung-Chao Lee. *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*. Second Edition. John Wiley & Sons, Inc., 1988.
- Kothare, Meeta. "The Effects of Equity Issues on Ownership Structure and Stock Liquidity: A Comparison of Rights and Public Offerings," *Journal of Financial Economics*. Vol. 43, 1997.
- Levin, Richard I. And David S. Rubin. *Statistics for Management*. Seventh Edition. New Jersey: Prentice Hall Inc., 1998.
- Marsh, Paul. "Equity Right Issues and the Efficiency of the UK Stock Market," *The Journal of Finance*. Vol. XXXIV, no. 4, September 1979.
- Masruroh. *Dampak Pengumuman Right Issue terhadap Shareholder Wealth di Bursa Efek Jakarta*. Tesis pada Bidang Ilmu Ekonomi Program Studi Ilmu Manajemen FE UI, Jakarta, 2000.
- Patterson, Cleveland S. and Nancy D. Ursel. "Rights Issues and Perceived Growth Rate Dilution," *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 20, no. 1, Januari 1993.
- Pratt, John W. and Richard J. Zeckhauser. *Principles & Agents: The Structure of Business*. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press, 1991.
- Ritonga, Abdulrahman. *Statistika Terapan untuk Penelitian*. Jakarta: LPFE-UI, 1987.
- Roll, R. "A Simple Measure for the Bid-Ask Spread in an Efficient Market," *Journal of Finance*. Vol. 39, 1984.
- Seetharaman, A and A.S. Saravanan. "Right Issues: A Privileged Subscription to Finance Growth Strategies an Empirical Analysis," *Media Akuntansi*. No. 29, September 1998.
- Siegel, Sidney and Castellan, N John Jr. *Nonparametric Statistics*. New York: McGraw-Hill Book Company, 1988.
- Singh, Ajai K. "Layoffs and Underwritten Rights Offers," *Journal of Financial Economics*. Vol. 43, 1997.
- Smith, K. Fred and Jay M. Smith. *Intermediate Accounting*. 9th edition. Cincinnati: South-Western, 1990.
- Spiss, D. Katherine and John Affleck-Graves. "Underperformance in Long-run Stock return Following Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*. Vol. 38, 1995.
- Supranto, J. *Ekonometrik*. Jakarta: LPFE-UI, 1995.
- Thaler, Richard H. *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economics Life*. New York: The Free Press, 1992.
- Van Horne, James C. *Financial Management and Policy*. Tenth Edition. New Jersey: Prentice Hall, Inc., 1995.
- Weston, J. Fred and Kwang S. Chung. *Take Over Restructuring and Corporate Governance*. Second Edition. Prentice Hall Inc., 1998.
- Widjaja, Indra. *Pengaruh Penawaran Umum Terbatas (Right Issue) terhadap Imbalan Saham*. Disertasi pada Bidang Ilmu Ekonomi Program Studi Ilmu Manajemen FE UI, Jakarta, 2000.