

**ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN *RIGHTS ISSUE* TERHADAP REAKSI PASAR SUATU  
EVENT STUDY DI BEI PADA PERIODE 2009-2011**

**Henny Septiana Amalia**

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIE Indonesia) Banjarmasin  
Jalan H. Hasan Basry No.9-11 Banjarmasin 70123 Telp. 0511-3304652 Faks.0511-3305238

---

**Artikel info**

Keywords: Right Issue, Market Return

---

**Abstract**

The purpose of this study was to see how the effect of the announcement public offering (Rights Issue) to the reaction of the market (market *return*). And see how the influence of some relevant factors that may cause reactions of market (market *return*) to the announcement of the public offering (Rights Issue). The population of this research are firms that issue right on the Indonesia Stock Exchange. Samples taken are companies that issue right in the period July 2009-December 2011. The method used, namely: Statistical Methods of Non Parametric Sign Test and Parametric Statistical Methods. Analysis and data processing are performed to analyze the stock price *return*, using the sign test, whereas the analysis and processing of data to analyze the effect and degree of closeness between the variables were examined using Multiple Regression. The results of this study indicate that the market reaction to the announcement of the public offering at  $t = 0$  or at the public offering date of the announcement is negative. Similarly, for  $t = -1$  to  $t = +1$  and after the date of the announcement of the rights issue at  $t = + 1$  to  $t = + 5$  occurred significantly negative market response. Using Non-Parametric Sign Test test has occurred 35 event announcement public offering that responded negatively by the market of a total of 52 events. For durability factor in the stock market through the capitalization of listed companies by size (SIZE) in this study the coefficient is positive but not significant. For the *discount* factor coefficient is significantly negative. To factor the large number of new stock price relative to the old stock price outstanding (Relative Offering Price) results obtained from the research above has a negative coefficient but is not significant. And for liquidity variable coefficient obtained is positive but not significant.

---

## PENDAHULUAN

Penawaran saham setelah *go public* disebut juga dengan *seasoned equity offering* yang terdiri atas dua tipe yaitu *right issue* dan *under-writer public offering*. *Seasoned equity offerings* merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang *listed* di pasar modal, diluar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui *Initial Public Offerings* (IPO) (Megginson, 1997). Penawaran ini dilakukan karena perusahaan tersebut membutuhkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan usaha atau membayar hutangnya yang jatuh tempo. Penjualan *Seasoned Securities* ini dapat dilakukan dengan, pertama, menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu disebut dengan *rights issues*. Kedua, dijual kepada setiap investor yang ingin membeli sekuritas baru tersebut melalui *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya. Namun perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi akan cenderung menggunakan *right issue* untuk menambah ekuitas barunya (Eckbo dan Masulis, 1992).

Emiten lebih menyukai melakukan penawaran umum terbatas (*Right Issue*) dalam menambah modal karena prosesnya lebih mudah, murah dan lebih cepat jika dibandingkan dengan IPO.

*Right* merupakan surat berharga yang memberikan hak bagi pemodal untuk membeli saham baru yang dikeluarkan emiten. *Right* merupakan produk derivatif atau turunan dari saham. Kebijakan untuk melakukan *right issue* merupakan upaya emiten untuk menambah saham yang beredar, guna menambah modal perusahaan. Sebab dengan pengeluaran saham baru itu, berarti pemodal harus mengeluarkan uang untuk membeli *right*. Kemudian uang ini akan masuk ke mo-

dal perusahaan. Karena merupakan hak, maka investor tidak terikat harus membelinya. Ini berbeda dengan saham bonus atau dividen saham, yang otomatis diterima oleh pemegang saham. Karena membeli *right* berarti membeli hak untuk membeli saham, maka kalau pemodal menggunakan haknya otomatis pemodal telah melakukan pembelian saham. Dengan demikian, maka imbalan yang akan didapat oleh pembeli *right* adalah sama dengan membeli saham, yaitu dividen dan *capital gain*. Ada risiko yang harus diterima oleh pemodal, baik mereka yang merealisasikan haknya atau tidak dalam *right issue*, yaitu risiko turunnya harga saham dan dividen per saham.

Ross, Westerfield dan Jaffe (2002) juga mendefinisikan penawaran umum terbatas (*right issue*) adalah *issue* dari saham baru yang dikeluarkan untuk *existing shareholder*, dimana masing-masing *shareholder* diberikan haknya untuk membeli saham-saham baru dari perusahaan, pada harga dan waktu yang telah ditetapkan.

Hal-hal yang perlu diperhatikan sehubungan dengan adanya *right issue* antara lain waktu, harga dan rasio. Bagi investor informasi waktu penerbitan sangat penting untuk mengambil keputusan apakah dia akan melaksanakan haknya membeli *rights* atau tidak, sebab *rights* mempunyai masa berlaku yang relatif singkat.

Adapun faktor-faktor yang menunjang keberhasilan dari *right offering* (Brealey & Myers, 2000), yaitu:

1. *Price*; Jika harga pasar saham jatuh, maka investor akan memilih untuk membeli saham dengan menggunakan harga pasar yang lebih murah dibandingkan harga yang ditawarkan. Maka sebagai konsekuensinya emiten mengeluarkan harga saham baru yang lebih murah diban-

dingkan harga pasar, agar harga pasar tidak jatuh terlalu jauh.

2. *Amount of Discount*. Semakin besar diskon dari harga pasar yang sekarang, maka semakin besar nilai dari *right*, dan semakin besar probabilitas kesuksesan dari penjualan. Besarnya diskon biasanya berkisar antara 10% dan 20%.
3. *The Size*. Ukuran dari *capital outlay* dalam hubungan antara pemegang saham lama sangat berpengaruh pada keberhasilan dari sebuah *right offering*.
4. Keseimbangan antara institusional dan investor.
5. Trend dari bursa. Jika trend meningkat dan pasar relatif stabil bergerak naik maka probabilitas keberhasilan penjualan tinggi.

#### Reaksi Harga Saham

Penerbitan saham baru biasanya dilempar ke pasar, maka secara tidak langsung akan mempengaruhi harga saham di pasar. Hal ini disebabkan karena biasanya harga dari saham baru lebih rendah daripada yang ditawarkan kepasar. Selain itu jumlah lembar sahamnya juga semakin meningkat.

Jika harga pasar saham jatuh, maka investor akan memilih untuk membeli saham dengan menggunakan harga pasar yang lebih murah dibandingkan harga yang ditawarkan. Maka sebagai konsekuensinya emiten mengeluarkan harga saham yang baru lebih murah dibandingkan harga pasar, agar harga pasar tidak jatuh terlalu jauh.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas dapat dibangun hipotesis 1 sebagai berikut: "Pengumuman penawaran umum terbatas di Bursa Efek Jakarta akan menghasilkan respon pasar atau imbalan saham yang negatif".

#### Daya Tahan di Bursa melalui Besarnya Kapitalisasi Pasar Emiten (*Size*)

Kompensasi menjadi lebih besar (*expected return*) jika investor memiliki porsi yang cukup substansial dalam perusahaan besar. Disini diharapkan nilai dari *valuation effect* dari *Seasoned Offering* diharapkan negatif untuk penawaran yang relatif lebih besar.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas dapat dibangun hipotesis 2 sebagai berikut: "Variabel *Size* setelah memperhitungkan juga secara bersamaan pengaruh dari variabel lain (*liquid*, *resize*, dan *disc*) berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar (*return saham*)".

#### Harga Relatif (Diskon) Pemesanan Saham Baru

Brealey and Myers, (2000) semakin besar diskon dari harga pasar yang sekarang, maka semakin besar nilai dari *right*, dan semakin besar probabilitas kesuksesan dari penjualan. Di Indonesia sendiri Widjaya (2000) dari hasil penelitiannya didapat bahwa penawaran umum terbatas dengan diskon harga penawaran saham baru yang besar dapat berpengaruh positif terhadap reaksi harga sahamnya.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas dapat dibangun hipotesis 3 sebagai berikut: "Variabel *disc* setelah memperhitungkan juga secara bersamaan pengaruh dari variabel lain (*liquid*, *resize*, dan *size*) berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar (*return saham*)".

#### Tekanan Harga dari Besarnya Jumlah Saham Baru (*Resize*)

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Madura and Akhigbe (2001) mengenai tekanan harga dari besarnya jumlah saham baru didapatkan hasilnya negatif tetapi kurang signifikan. Sedangkan Tsangarakis (1996) dalam penelitian Widjaya (2000) menyimpul-

kan dari hasil penelitiannya bahwa berdasarkan mekanisme *price pressure effect* maka semakin besar jumlah saham yang ditawarkan yang berarti semakin besar *supply* saham kepasar, maka akan semakin menekan harga saham itu. Hal ini konsisten dengan pemahaman *price pressure effect* dan *downward sloping demand for firm shares*.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas dapat dibangun hipotesis 4 sebagai berikut: “Variabel *Relsize* setelah memperhitungkan juga secara bersamaan pengaruh dari variabel lain (*liquid*, *disc*, dan *size*) berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar (*return saham*)”.

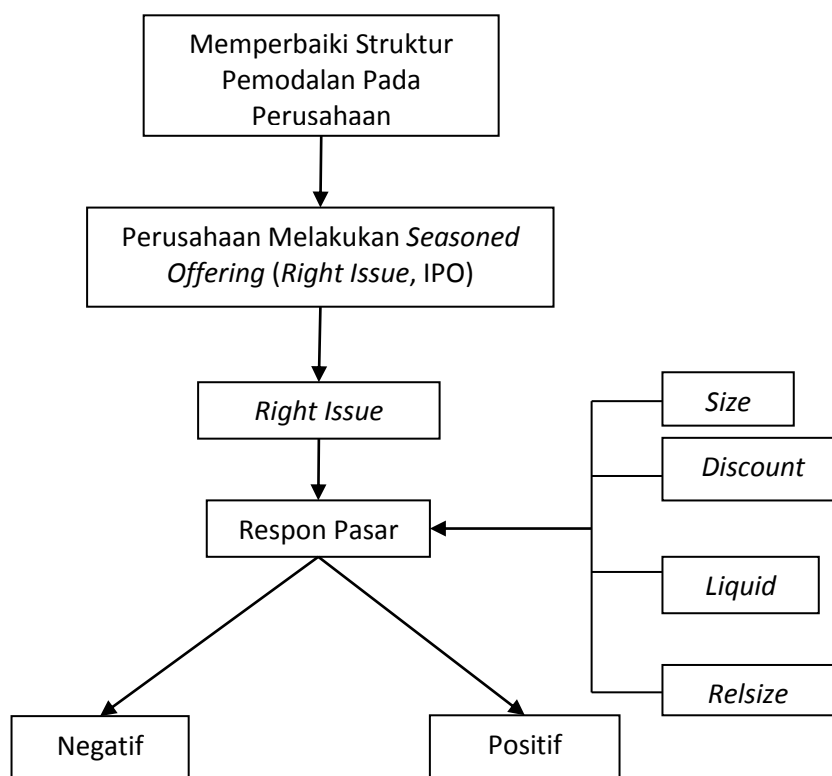
**Likuiditas (*Liquid*)**

Madura and Akhigbe (2001) dalam hal likuiditas mereka mengharapkan faktor likuiditas ini memberikan efek yang negatif agar menjadi lebih likuid lagi. Hal ini didukung dengan hasil penelitiannya yaitu faktor

likuiditas didapatkan hasilnya negatif tetapi kurang signifikan.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas dapat dibangun hipotesis 5 sebagai berikut: “Variabel *Liquid* setelah memperhitungkan juga secara bersamaan pengaruh dari variabel lain (*relsize*, *disc*, dan *size*) berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar (*return saham*)”.

Berdasarkan latar belakang tersebut maka rumusan masalah berkenaan dengan pengaruh pengumuman *right issue* terhadap reaksi pasar di Bursa Efek Indonesia, adalah: (1) bagaimana pengaruh pengumuman penawaran umum terbatas (*right issue*) terhadap reaksi pasar (*market return*)?; dan, (2) bagaimana pengaruh dari beberapa faktor relevan yang diduga dapat menyebabkan timbulnya reaksi pasar (*market return*) terhadap pengumuman penawaran umum terbatas (*right issue*)?



Gambar 1. Konsep Kerangka Pikir

## METODE PENELITIAN

### Pemilihan Populasi, Sampel, Jenis Data dan Periode Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan *right* di BEI. Sampel yang diambil adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan *right* dalam kurun waktu Juli 2009-Desember 2011. Untuk menghilangkan adanya pengaruh yang timbul dari penerbitan *right* untuk saham biasa yang digabung dengan *warrant*, maka sampel yang diambil adalah perusahaan yang mengeluarkan *right* tanpa *warrant*. Waktu pengamatan ditentukan 100 hari sebelum dan 20 hari sesudah tanggal pengumuman penawaran umum terbatas bagi masing-masing perusahaan.

Jenis data yang diperlukan adalah data sekunder. Data sekunder tersebut diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal PT BEI, berupa: (1) Pengumuman yang berkaitan dengan penawaran umum terbatas yang dikeluarkan oleh PT BEI untuk periode bulan Juni 2009 sampai dengan Desember 2011; (2) Informasi resmi mengenai harga penutupan dari saham-saham yang diperdagangkan di PT BEI; (3) Informasi resmi mengenai Indeks Harga Saham Gabungan untuk periode bulan Juni 2009 sampai dengan Desember 2011; dan, (4) Informasi mengenai jadwal pelaksanaan penawaran umum terbatas untuk periode bulan Juni 2009 sampai dengan Desember 2011.

### Pengujian Variabel

#### 1. Market Model Metode

Metode ini digunakan karena risiko dihubungkan dengan *return* pasar dan *return* rata-ratanya. *Market model* ini digunakan untuk melakukan penilaian pada saat sebelum tanggal pengumuman. *Market model* ini

diestimasi dengan melakukan regresi untuk memperoleh parameter  $\alpha$  dan  $\beta$ .

Pengukuran parameter  $\alpha$ ,  $\beta_1$  dan  $\beta_2$  tersebut dilakukan selama periode estimasi dari  $t = -100$  sampai dengan  $t = -11$  dimana  $t = 0$  merupakan tanggal pengumuman penawaran umum terbatas.

#### 2. Pengukuran *Expected Return*

Regresi di atas menghasilkan estimasi  $\alpha_j$  dan  $\beta_j$  yang disebut  $\hat{\alpha}_j$ ,  $\hat{\beta}_{1j}$  dan  $\hat{\beta}_{2j}$  yang akan digunakan untuk menghitung *expected return* saham pada suatu hari dalam periode yang ditentukan. *Expected return* untuk saham  $j$  pada tanggal  $t$ .

*Expected return*,  $\hat{R}_{jt}$ , mencerminkan *return* yang diperkirakan apabila tidak terdapat peristiwa *right issue*. Setelah kita memperoleh *expected return*, pada tiap-tiap hari selama periode  $t = -10$  sampai  $t = +20$  untuk tiap-tiap perusahaan.

#### 3. Pengukuran *Abnormal Return*

Setelah kita memperoleh *expected return*, pada tiap-tiap hari selama periode  $t = -10$  sampai  $t = +20$  untuk tiap-tiap perusahaan, maka selanjutnya kita akan menghitung *abnormal return* pada tiap-tiap hari untuk tiap perusahaan. *Abnormal return* ini merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*.

#### 4. *Average Abnormal Return*

Untuk mengetahui seberapa besar perubahan *abnormal return* sebelum dan setelah tanggal pengumuman yang terjadi akibat adanya *right issue*, maka perlu dihitung *average abnormal return* sepanjang periode  $t = -10$  sampai  $t = +35$ .

#### 5. *Cumulative Average Abnormal Return*

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

$$CAAR = \sum_{t=-10}^{t=+35} AAR_t$$

Dimana:

$CAAR$  = *Cumulative average abnormal return* dari seluruh sampel pada periode  $t = -10$  sampai  $t = +20$

$AAR_t$  = *Average abnormal return* dari seluruh sampel pada tanggal  $t$

Tingkat signifikan  $CAAR$  diuji dengan menggunakan statistik  $t$ .

$$t = \frac{CAAR}{\sqrt{T \times S(AAR)}}$$

dimana:

$S(AAR)$  = Standar deviasi dari  $AAR$

$T$  = Jumlah hari pengamatan

#### a. Variabel *Size*

Variabel *Size* ini menunjukkan besarnya perusahaan, khususnya dalam hal ukuran kapitalisasi pasar yang dapat mencerminkan daya tahan emiten dipasar. *Size* diukur dengan logaritma dari jumlah saham yang beredar kali harga saham satu bulan sebelum tanggal pengumuman.

#### b. Variabel *Disc*

*Disc* disini artinya harga relatif (diskon) pemesanan saham baru. Dimana diskon yang besar dari harga pasar maka akan memberikan nilai yang lebih besar pada *right* dan memberikan probability yang lebih besar dari kesuksesan penjualan *stock*. Variabel *Disc* ini merupakan diskon harga pemesanan saham baru dan harga pasar saham lama dengan harga pasar saham lamanya.

Harga pemesanan saham baru yang ditawarkan didapat dari informasi yang diberikan dalam prospektus penawaran umum terbatas. Sedangkan harga pasar saham selama 10 hari bursa yaitu dari hari bursa  $t = -10$  sampai dengan  $t = -1$ , dimana  $t = 0$  merupakan hari pengumuman penawaran umum terbatas.

Pengambilan rata-rata dari sebanyak 10 hari bursa tersebut guna menghindari bias akibat kemungkinan pembentukan harga yang tidak wajar akibat adanya gejolak di sekitar tanggal pengumuman penawaran terbatas tersebut. Variabel ini merupakan pencerminan dari besar kecilnya harga pemesanan saham baru relatif terhadap harga pasar saham itu. Hal ini sekaligus dapat menjadi salah satu indikasi tingkat keyakinan manajemen terhadap besar kecilnya nilai intrinsik perusahaan termasuk keyakinan manajemen terhadap kecenderungan *undervalued* atau *overvalued* harga sahamnya tersebut.

#### c. Variabel *Liquid*

Variabel ini sebagai proksi likuiditas saham dan diukur dengan rata-rata volume perdagangan harian dari setiap sampel satu tahun sebelum penawaran dibagi dengan jumlah saham beredar. Menurut Amihud dan Mendelson (1986), investor hanya mau investasi secara besar dalam aset yang tidak likuid hanya jika dikompensasi dengan *expected return* yang lebih tinggi. Penawaran ekuitas aset yang likuid diprediksi memiliki dampak harga lebih kecil dibanding aset likuid.

#### d. Variabel *Relsize*

*Relsize (Relative Size Offering)* dihitung berdasarkan besarnya jumlah dari saham baru yang dikeluarkan relatif terhadap jumlah saham lamanya yang beredar. Semakin besar rasio dari jumlah saham baru yang ditawarkan terhadap jumlah saham lamanya yang beredar maka semakin besar efek dilusi bagi pemegang saham lama yang gagal untuk memanfaatkan haknya dalam peristiwa penawaran umum terbatas ini, selain itu semakin banyak pula jumlah saham yang akan beredar setelah penawaran umum terbatas ini yang kemungkinan dapat berdampak menekan harga sahamnya.

**Metode Analisis Data**

1. Uji Statistik dan Perhitungan Nilai Uji Statistik

Untuk *Multiple Regression* dan *Correlation Analysis*, akan dihitung korelasi secara keseluruhan ( $R^2$ ) dan korelasi secara parsial ( $r^2$ ) antara variabel  $Size_j$ ,  $Disc_j$ ,  $Liquid_j$ ,  $Relsize_j$  dan  $CAR_j$  yang diolah menggunakan SPSS.

Persamaan regresi:

$$CAR_j = \alpha + \beta_1 SIZE_j + \beta_2 DISC_j + \beta_3 LIQUID_j + \beta_4 RELSIZE_j + \epsilon$$

Dimana:

(Y)  $CAR_j$  = *Cumulative Abnormal Return* saham j.

(X<sub>1</sub>)  $SIZE_j$  = logaritma dari jumlah saham yang beredar kali harga saham satu bulan sebelum tanggal pengumuman.

(X<sub>2</sub>)  $LIQUID_j$  = rata-rata volume perdagangan harian dari setiap sampel satu tahun sebelum penawaran dibagi dengan jumlah saham beredar.

(X<sub>3</sub>)  $RELSIZE_j$  = (*Relative Size Offering*) besarnya jumlah dari saham baru yang dikeluarkan relatif terhadap jumlah saham lamanya yang beredar.

(X<sub>4</sub>)  $DISC_j$  = diskon harga pemesanan saham baru dan harga pasar saham lama dengan harga pasar saham lamanya.

$\epsilon$  = Error

2. Pengujian Asumsi *Ordinary Least Square*

a. Pengujian Otokorelasi

Dalam regresi linier ganda, salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model tersebut bersifat BLUE adalah  $cov(u_i, u_j) = 0; i \neq j$ . Artinya tidak ada korelasi antara  $u_i$  dan  $u_j$  untuk  $i \neq j$  ( $E(u_i, u_j) = 0, i \neq j$ ). Jadi otokorelasi adalah korelasi antara

variabel itu sendiri, pada pengamatan yang berbeda waktu dan individu. Umumnya kasus otokorelasi banyak terjadi pada data *time series*. Aturan main menggunakan uji Durbin Watson:

Hipotesis:

$$H_0 : \rho \neq 1; H_0^* : \rho \neq -1$$

Bandingkan nilai  $d$  yang dihitung dengan nilai  $d_L$  dan  $d_U$  dari tabel dengan aturan berikut: (1) bila  $d < d_L$  maka tolak  $H_0$ ; (2) bila  $d_L \leq d \leq d_U$  maka kita tidak dapat mengambil kesimpulan apa-apa; (3) Bila  $d_U < d < 4 - d_U$  maka jangan tolak  $H_0$  maupun  $H_0^*$  artinya tidak ada korelasi positif maupun negatif; (4) bila  $4 - d_U \leq d \leq 3 - d_L$  maka kita tidak dapat mengambil kesimpulan apa-apa; dan, (5) bila  $d > 4 - d_L$  maka  $H_0^*$  ditolak, berarti ada korelasi negatif.

b. Pengujian Multikolinearitas

Dalam regresi linier ganda, asumsi-asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model tersebut bersifat BLUE adalah sebagai berikut: (a)  $E(u_i) = 0$ ; (b)  $Cov(u_i, u_j) = 0; i \neq j$ ; (c)  $Var(u_i | u_j) = \sigma^2$  sama untuk setiap  $i$  (homoscedasticity); (d)  $Cov(u_i, u_j) = 0$ ; (e) model regresi dispesifikasi secara benar; dan, (f) tidak ada hubungan linier (kolinieritas) antara regressor.

c. Pengujian Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastis dapat dilihat dengan melakukan uji Park. Persamaan regresi seperti di bawah ini:

$$\ln u_i^2 = \alpha + \beta \ln X_i + v_i$$

$$u_i^2 = (Y - \hat{Y}_i)^2$$

Lakukan uji-t. Bila  $\beta$  secara statistik signifikan, maka ada heteroskedastisitas dalam data.

d. Uji Signifikansi (Uji t, Uji F, Uji  $R^2$  dan Adjusted R)

Uji t dilakukan untuk menunjukkan tingkat signifikansi atau keberartian dari konstanta dan masing-masing koefisien variabel bebas terhadap model regresi.

Hipotesis:

$H_0$  = Koefisien regresi tidak signifikan

$H_1$  = Koefisien regresi signifikan

Pengambilan keputusan berdasarkan probabilitas: (a) jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  diterima; dan, (b) jika probabilitas  $< 0,05$  maka  $H_0$  ditolak.

Uji F dilakukan untuk menguji apakah daya jelas variasi variabel bebas terhadap variabel terikat secara keseluruhan cukup signifikan atau tidak. Pengambilan keputusan sama dengan Uji t.  $R^2$  dikenal juga dengan istilah *coefficient of determination* atau *coefficient of explanation* atau daya jelas.  $R^2$  menunjukkan berapa besar variasi dari variabel terikat dapat dijelaskan oleh variasi variabel bebas. Selain itu juga menunjukkan sejauh mana garis regresi yang dibuat bisa mewakili titik-titik observasi yang bisa digambar dalam *scatter diagram*. Selain itu,  $R^2$  sering digunakan sebagai titik statistik baik buruknya kecocokan (*goodness of fit*) satu model regresi.

### 3. Uji Hipotesis

Hipotesis yang berkaitan dengan reaksi harga saham setelah tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Average Abnormal Return*.

$H_{01}$  : *Return* harga saham pada saat  $t = 0$  yaitu pada saat tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Average Abnormal Return* akan bernilai positif.

$H_{a1}$  : *Return* harga saham pada saat  $t = 0$  yaitu pada saat tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Average Abnormal Return* akan bernilai negatif.

$H_0$  :  $AAR(t = 0) \geq 0$ ;  $H_a$  :  $AAR(t = 0) < 0$ .

Hipotesis yang berkaitan dengan reaksi harga saham setelah tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Cummulative Average Abnormal Return*.

$H_{01}$  : *Return* harga saham 1 hari sampai dengan 5 hari setelah tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Cummulative Average Abnormal Return* akan bernilai positif.

$H_{a1}$  : *Return* harga saham 1 hari sampai dengan 5 hari setelah tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Cummulative Average Abnormal Return* akan bernilai negatif.

$H_0$  :  $CAAR(+1,+5) \geq 0$ ;  $H_a$  :  $CAAR(+1,+5) < 0$ .

$H_{01}$  : *Return* harga saham 1 hari sebelum tanggal pengumuman penawaran *right issue* dan 1 hari setelah tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Cummulative Average Abnormal Return* akan bernilai positif.

$H_{a1}$  : *Return* harga saham 1 hari sebelum tanggal pengumuman penawaran *right issue* dan 1 hari setelah tanggal pengumuman *right issue* diukur dengan *Cummulative Average Abnormal Return* akan bernilai negatif.

$H_0$  :  $CAAR(-1,+1) \geq 0$ ;  $H_a$  :  $CAAR(-1,+1) < 0$ .

Hipotesis yang berkaitan dengan SIZE.

$H_{01}$  : Semakin besar *size* logaritma dari jumlah saham yang beredar kali harga saham maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi bertambah.

$H_{a1}$  : Semakin besar *size* logaritma dari jumlah saham yang beredar kali harga saham maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun.

$H_0$  :  $\beta_1 \geq 0$ ;  $H_a$  :  $\beta_1 < 0$ .

Hipotesis yang berkaitan dengan Likuiditas.

$H_{01}$  : Semakin besar rata-rata volume perdagangan harian dari setiap sampel satu tahun sebelum penawaran dibagi dengan jumlah saham beredar, ma-



ka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi meningkat.

Ha<sub>1</sub> : Semakin besar rata-rata volume perdagangan harian dari setiap sampel satu tahun sebelum penawaran dibagi dengan jumlah saham beredar, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun

Ho :  $\beta_2 \geq 0$ ; Ha :  $\beta_2 < 0$ .

Hipotesis yang berkaitan dengan *Relative Size Offering*.

Ho<sub>1</sub> : Semakin besar *Relative Size Offering* antara besarnya jumlah dari saham baru yang dikeluarkan relatif terhadap jumlah saham lamanya yang beredar, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun.

Ha<sub>1</sub> : Semakin besar *Relative Size Offering* antara besarnya jumlah dari saham baru yang dikeluarkan relatif terhadap jumlah saham lamanya yang beredar, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi meningkat.

Ho :  $\beta_3 \leq 0$ ; Ha :  $\beta_3 > 0$ .

Hipotesis yang berkaitan dengan faktor *Discount*.

Ho<sub>1</sub> : Semakin besar diskon harga pemesanan saham baru dan harga pasar saham lama dengan harga pasar saham lamanya, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi meningkat

Ha<sub>1</sub> : Semakin besar diskon harga pemesanan saham baru dan harga pasar saham lama dengan harga pasar saham lamanya, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun.

Ho :  $\beta_4 \geq 0$ ; Ha :  $\beta_4 < 0$ .

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penawaran Umum Terbatas

Berdasarkan pada penelitian yang telah dilakukan dan hasilnya, pada  $t = 0$  yaitu pada saat pengumuman *right issue* didapat AAR yang signifikan sebesar  $-0,0110$ , yang berarti terdapat respon pasar yang negatif sebesar 1,1%. Dengan menggunakan uji non parametrik *sign test* jumlah abnormal *return* yang negatif sebanyak 35, artinya bahwa telah terjadi 35 peristiwa pengumuman penawaran umum terbatas yang direspon negatif oleh pasar dari total 52 peristiwa yang terjadi.

Nilai *Average Abnormal Return* yang berada pada sekitar tanggal pengumuman *right issue* yaitu pada  $t = -1$  sampai dengan  $t = +1$  dan setelah tanggal pengumuman *right issue* yaitu pada  $t = +1$  sampai dengan  $t = +5$  terjadi respon pasar yang negatif.

Juga untuk nilai *Cummulative Average Abnormal Return* pada  $t = 0$  yaitu pada saat pengumuman *Right Issue* didapat CAAR yang negatif sebesar  $-0,0022$ . Untuk CAAR yang berada pada sekitar tanggal pengumuman *right issue* yaitu pada  $t = -1$  sampai dengan  $t = +1$  dan setelah tanggal pengumuman *right issue* yaitu pada  $t = +1$  sampai dengan  $t = +5$  juga terjadi respon pasar yang negatif signifikan yaitu sebesar  $-2,9818$  untuk  $t = -1$  sampai dengan  $+1$  dan  $-1,2932$  untuk  $t = +1$  sampai dengan  $t = +5$ .

### Pemilihan Model Regresi

Penelitian ini menggunakan *multiple regression* dan *correlation analysis* untuk mengetahui hubungan antara variabel dependen (terikat) dengan variabel independen (penjelasnya). Untuk itu telah dilakukan regresi terhadap beberapa periode mana

yang memberikan model persamaan regresi yang paling baik.

Adapun beberapa alternatif periode pengamatan yang relevan yaitu: seluruh periode pengamatan dari  $t = -10$  sampai dengan  $t = +20$ , periode disekitar tanggal pengumuman *right issue* dari  $t = -2$  sampai dengan  $t = +2$ , periode disekitar tanggal pengumuman *right issue* dari  $t = -1$  sampai dengan  $t = +2$  atau pada  $t = -1$  sampai dengan  $t = +1$ . Hasilnya dapat dilihat pada tabel 1.

Dari tabel 1 dapat dilihat bahwa model yang paling baik terdapat pada periode  $(-1, +1)$ . Model ini memiliki  $R^2 = 20\%$  yang artinya sebanyak 20% dari variasi variabel dependent (Y) dapat dijelaskan oleh variabel independennya (X).

#### Uji Otokorelasi

Berdasarkan hasil pengolahan dengan menggunakan SPSS dan Eviews, melalui statistik Durbin-Watson (d), yang bernilai 2,382. Berdasarkan tabel Durbin-Watson,

dengan  $\alpha = 5\%$ , banyaknya koefisien yang diestimasi sebanyak 5 (termasuk konstan), dan jumlah sampel 72, didapat batas bawah ( $d_L$ ) sebesar 1,46 dan batas atas ( $d_U$ ) sebesar 1,77. Oleh karena d terletak pada  $d_U$  dan  $4 - d_U$  maka dapat disimpulkan bahwa tidak dapat diketahui apakah ada korelasi atau tidak ada korelasi pada persamaan tersebut.

#### Uji Multikolinearitas

Pada model dengan CAR  $(-1, +1)$ , berdasarkan pada hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS dan Eviews, tidak ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas, sehingga untuk model ini tidak mengalami multikolinearitas. Hal ini dapat dilihat pada tabel coefficients, dimana nilai VIF berada disekitar 1 dan mempunyai nilai tolerance mendekati 1. Selain itu besaran korelasi antar variabel bebas dari model regresi ini memiliki koefisien korelasi antar variabel bebas dibawah 0.5.

Tabe 1.

CAR	$R^2$	Adj $R^2$	F	Sig.
$(-10, +20)$	0,067%	0,12%	0,848	0,502
$(-2, +2)$	12,10%	4,60%	1,618	0,185
$(-1, +2)$	15,20%	8,00%	2,105	0,095
$(-1, +1)$	20,00%	13,20%	2,940	0,030

Sumber: data diolah

Tabel 2. *Coefficients*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-0,426	0,247		-1,728	0,091		
SIZE	1,591E-026	0,010	0,224	1,647	0,106	0,921	1,086
DISC	-0,113	0,040	-0,374	-2,815	0,007	0,963	1,039
LIQUID	7,480E-02	0,047	0,208	1,589	0,119	0,990	1,010
RELSIZE	-4,643E-03	0,010	-0,066	-0,484	0,631	0,925	1,081

a. Dependent Variable: CAR  $(-1, +1)$

Sumber: data diolah.

Tabel 3. *Coefficients*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	14,869	59,086		0,252	0,802
LNSIZE	-3,540	18,118	-0,030	-0,195	0,846
LNDISC	-0,400	1,027	-0,058	-0,389	0,699
LNLIQUID	-0,786	0,567	-0,196	-1,387	0,172
LNRELSIZE	1,024	0,714	0,227	1,434	0,158

a. Dependent Variable: LNUI

Sumber: data diolah

Tabel 4. Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,447	0,200	0,132	0,108102	2,382

Sumber: data diolah

### Uji Heteroskedastisitas

#### 1. Uji Park

Dengan hasil koefisien dari variabel pada tabel 4 maka dapat digunakan untuk melakukan Uji Park. Adapun persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$\ln u_i^2 = \alpha + \beta \ln \text{SIZE}_j + \beta_2 \ln \text{DISC}_j + \beta_3 \ln \text{LIQUID}_j + \beta_4 \ln \text{RELSIZE}_j$$

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4 maka dapat dilihat, menurut uji t,  $\beta$  tidak signifikan, sehingga dalam model tidak terdapat heteroskedastisitas. Hal ini didukung dengan adanya grafik yang menunjukkan bahwa model tersebut homoskedastis atau tidak terdapat heteroskedastis. Uji Signifikansi (Uji t, Uji F, Uji  $R^2$  dan *Adjusted R*).

Uji t dapat dilihat pada tabel 2, Uji t ini dilakukan untuk menunjukkan tingkat signifikansi atau keberartian dari konstanta dan masing-masing koefisien variabel bebas terhadap model regresi.

Jika kita melihat pada tabel *coefficient* diatas didapat bahwa variabel *Constant*, dan *Disc* memiliki nilai t yang signifikan, artinya

variabel-variabel tersebut memiliki pengaruh yang besar terhadap variabel terikat yaitu *cummulative abnormal return*. Sedangkan untuk variabel *Size*, *Liquid* dan *Relsize* keduanya tidak memiliki nilai t yang signifikan. Tetapi bukan berarti variabel-variabel tersebut tidak memiliki pengaruh terhadap variabel terikat. Ada pengaruhnya tetapi tidak terlalu besar terhadap variabel terikat.

Persamaan yang didapat menghasilkan uji statistik F yang menyimpulkan bahwa model signifikan secara statistik, maka kita dapat menyimpulkan bahwa daya jelas variasi variabel bebas terhadap variabel terikat secara keseluruhan cukup signifikan karena Uji F memiliki nilai signifikansi 0.03 dengan  $\alpha$  sebesar 5%. Tetapi  $R^2$  yang didapat masih rendah yaitu sebesar 20%. Artinya daya jelas variasi variabel bebas terhadap variabel terikat secara keseluruhan hanya dapat menjelaskan sebesar 20%. Artinya masih ada variabel-variabel bebas lainnya yang dapat mempengaruhi variabel terikat tersebut.

## Pembahasan

### 1. Faktor-faktor yang Diduga Mempengaruhi Respon Pasar terhadap Pengumuman Penawaran Umum Terbatas

Berdasarkan hasil pengolahan dengan menggunakan SPSS dan Eviews maka didapat persamaan regresi sebagai berikut:

$$CAR (-1,+1) = -0,426 + 0,01591 \text{ SIZE} - 0,113 \text{ DISC} + 0,07480 \text{ LIQUID} - 0,004643 \text{ RELSIZE}$$

Dengan demikian kita dapat menganalisa masing-masing variabel tersebut.

#### a. Daya Tahan di Bursa Melalui Besarnya Kapitalisasi Pasar Emiten (SIZE)

Dari hasil regresi didapat hasil koefisien untuk *Size* 0,01591. Artinya *Size* mempunyai pengaruh positif tetapi kurang signifikan terhadap *return* saham. Setiap kenaikan satu persen *Size*, maka akan menyebabkan kenaikan *return* saham sebesar 1,6%, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Berdasarkan keterangan diatas maka hipotesa 0 ( $H_{01}$ ) diterima, artinya semakin besar *SIZE* logaritma dari jumlah saham yang beredar kali harga saham maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi bertambah.

Jika kita melihat pada tabel 2, dapat dilihat bahwa nilai *standardized coefficient* dari *SIZE* adalah paling besar yaitu 0,224, maka variabel *SIZE* paling berpengaruh terhadap *Cummulative Abnormal Return* (respon pasar).

Nilai koefisien dari *Size* yang positif ini, menyatakan bahwa pengumuman penawaran umum terbatas yang menawarkan jumlah saham baru yang besar relatif terhadap jumlah saham lamanya dapat berpengaruh positif terhadap reaksi harga sahamnya.

#### b. Harga Relatif (Diskon) Pemesanan Saham Baru

Untuk variabel *discount* (*Disc*) koefisien yang didapat adalah -0,113. Artinya variabel diskon mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Dimana Setiap kenaikan satu persen *Disc*, maka akan menyebabkan penurunan *return* saham sebesar 11,3%, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Berdasarkan keterangan di atas maka hipotesa 0 ( $H_{01}$ ) diterima, artinya semakin besar diskon harga pemesanan saham baru dan harga pasar saham lama dengan harga pasar saham lamanya, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun.

#### c. Likuiditas (*Liquid*)

Untuk variabel likuiditas (*Liquid*) koefisien yang didapat adalah 0,07480. Artinya variabel diskon mempunyai pengaruh positif tetapi kurang signifikan terhadap *return* saham. Dimana Setiap kenaikan satu persen *Liquid*, maka akan menyebabkan kenaikan *return* saham sebesar 1,6%, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Tidak signifikan disini mungkin disebabkan karena faktor waktu pengamatan yang sempit, yaitu hanya pada  $t = -10$  sampai dengan  $t = +35$ , sehingga hasil yang didapat menjadi tidak signifikan.

Dengan demikian maka hipotesa 0 ( $H_{01}$ ) diterima artinya semakin besar rata-rata volume perdagangan harian dari setiap sampel satu tahun sebelum penawaran dibagi dengan jumlah saham beredar, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi meningkat.

#### d. Tekanan Harga dari Besarnya Jumlah Saham Baru (RELSIZE)

Untuk variabel tekanan harga dari besarnya jumlah saham baru (*resize*) koefisien yang didapat adalah -0,004643. Artinya variabel *resize* mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *return* saham. Dimana Setiap kenaikan satu persen

*size*, maka akan menyebabkan kenaikan *return* saham sebesar 0,4%, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Dengan demikian maka hipotesa 0 ( $H_{01}$ ) diterima, artinya semakin besar *Relative Size Offering* antara besarnya jumlah dari saham baru yang dikeluarkan relatif terhadap jumlah saham lamanya yang beredar, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun.

## PENUTUP

### Simpulan

Berdasarkan pada hasil analisa di atas maka dapat disimpulkan, bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman penawaran umum terbatas pada  $t = 0$  atau pada saat tanggal terbatas pada  $t = 0$  atau pada saat tanggal pengumuman penawaran umum terbatas adalah negatif. Demikian juga untuk  $t = -1$  sampai dengan  $t = +1$  dan setelah tanggal pengumuman *right issue* yaitu pada  $t = +1$  sampai dengan  $t = +5$  terjadi respon pasar yang negatif signifikan. Penemuan respon pasar yang negatif disekitar tanggal pengumuman dan setelah tanggal pengumuman *right issue* tersebut sesuai dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Bayless dan Chaplinsky (1996) yang mengemukakan bahwa reaksi harga saham pada pengumuman *right issue* akan berkurang disaat tingginya volume agregat *right issue* (*hot period*) dibandingkan dengan reaksi harga saham disaat *cold period*.

Selain itu terdapat beberapa faktor yang diduga mempengaruhi respon pasar terhadap pengumuman penawaran umum terbatas. Diantaranya yaitu faktor *size*, *discount*, rasio dan likuiditas. Dimana masing-masing dari faktor-faktor tersebut mempunyai pengaruh yang negatif dan positif pada harga saham dipasar.

Untuk variabel *size* dalam penelitian ini koefisiennya bernilai positif tetapi kurang signifikan. Artinya semakin besar *Size* logaritma dari jumlah saham yang beredar kali harga saham maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi bertambah.

Untuk variabel *discount* koefisiennya bernilai negatif signifikan. Hal ini berarti semakin besar diskon harga pemesanan saham baru dan harga pasar saham lama dengan harga pasar saham lamanya, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun.

Sedangkan untuk kedua variabel lainnya yaitu variabel *relative offering size* (*relsize*) dan likuiditas juga memiliki nilai koefisien sendiri. Untuk variabel *relsize* hasil yang didapat dari penelitian diatas memiliki nilai koefisien negatif tetapi tidak signifikan. Artinya semakin besar *Relative Size Offering* antara besarnya jumlah dari saham baru yang dikeluarkan relatif terhadap jumlah saham lamanya yang beredar, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi menurun.

Variabel likuiditas nilai koefisien yang didapat adalah positif tetapi tidak signifikan. Artinya semakin besar rata-rata volume perdagangan harian dari setiap sampel satu tahun sebelum penawaran dibagi dengan jumlah saham beredar, maka *return* saham akibat adanya *right issue* akan menjadi bertambah.

## DAFTAR PUSTAKA

Akhigbe, Aigbe and Madura, Jeff. *Motivation and Performance of Seasoned Offerings by Closed-End Funds*, The Financial Review: Aug 2001; 36, 3; ABI/INFORM Global

- Assegaf, Ibrahim Abdulah, 2001. *Dictionari of Accounting*, Revised Edition, PT Mario Grafika. Jakarta, Ind.
- Bayles, Mark and Susan Chaplinsky. *Is There a Window Opportunity for Seasoned Equity Issuance?* The Journal of Finance, Vol.11, No. 1, March 1996.
- Brealey, Richard A and Myers, Steward C., 2000. *Principles of Corporate Finance*, Irwin, Boston.
- Darmadji, Tjiptono dan Fakhruddin, Hendry M., 2001. *Pasar Modal Indonesia*, Salemba empat: 133-137.
- Nachrowi, Djalal Nachrowi, MSc., Mphil., AppSc., PhD. Hardius Usman, Ssi., Msi., 2002. *Penggunaan Teknik Ekonometri*, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Ross, Stephen A; Randolph W. Westerfield; and Jeffrey F. Jaffe, 2002. "Ch.18: Dividen Policy: Why Does It Matter?". *Corporate Finance 6<sup>th</sup> ed*, McGraw-Hill: 495-496.
- Sulistyanto, H. Sri dan Wibisono, Haris, 2003. *Seasoned Equity Offerings Antara Agency Theori, Windows of Opportunity dan Penurunan Kinerja*, Artikel Penelitian, Semarang.
- Widjaja, Indra, 2000. *Pengaruh Pengumuman Penawaran Umum Terbatas (Right Issue) terhadap Imbalan Saham*, Desertasi, Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi, Univ. Indonesia.