

**RIGHT ISSUE: HUTANG ATAU INVESTASI?**

**Deny Dwi Hartomo**  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis  
Universitas Sebelas Maret  
Email: [denyhartomo@uns.ac.id](mailto:denyhartomo@uns.ac.id)

**ABSTRACT**

*The objective of this study is to examine the difference of investor reaction on rights issue announcement pursuant to the purpose of using fund in Indonesia capital market. Investor react positively if the most using fund of right issue for investment and investor react negatively if the most using fund of right issue for debt payment. This study also examine influence offering price of right issue to investor reaction.*

*The samples are 55 firms that listing the rights issues in Indonesia Stock Exchange. Event study with 21 event window (from day -10 to day +10) are used to investigate the investor's reaction. Investor reaction is proxied by abnormal return that was calculated by market-adjusted model. To investigate the determinants in investor's reactions are used linier regression between cumulative abnormal return for several days (determined based on significant abnormal return) as dependent variable and the purpose of using fund with dummy and offering price as independent variables.*

*The conclusions of this study are: (1) investor react to right issue announcement, proved by significant abnormal return around right issue announcement date; (2) investor react positively to right issue announcement that mostly using fund for investment; (3) investor react negatively to right issue announcement that mostly using fund for debt payment; (4) offering price of right issue have positively influential to investor reaction.*

*Key word: right issue, investor reaction, the purpose of using fund, offering price.*

**ABSTRAK**

*Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji perbedaan reaksi investor terhadap pengumuman right issue berdasarkan tujuan penggunaan dana di pasar modal Indonesia. Investor bereaksi positif jika sebagian besar penggunaan dana right issue untuk investasi dan investor bereaksi negatif jika sebagian besar penggunaan dana right issue untuk membayar hutang. Penelitian ini juga menguji pengaruh harga penawaran right issue terhadap reaksi investor.*

*Sampel yang digunakan adalah 55 perusahaan yang melakukan right issue di Bursa Efek Indonesia. Untuk mengetahui reaksi investor terhadap pengumuman right issue digunakan event study dengan 21 event window (hari -10 sampai +10).*

*Reaksi investor diproksikan dengan abnormal return yang dihitung menggunakan market-adjusted model. Untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi investor dilakukan regresi linier antara abnormal return kumulatif (CAR) beberapa hari (yang abnormal return-nya signifikan) sebagai variabel dependent dengan dummy tujuan penggunaan dana dan harga penawaran sebagai variabel independent.*

*Simpulan dari penelitian ini adalah: (1) investor bereaksi terhadap pengumuman right issue, yang ditandai dengan adanya abnormal return saham yang signifikan di sekitar hari pengumuman right issue (announcement date); (2) investor bereaksi positif terhadap pengumuman right issue yang sebagian besar dananya digunakan untuk investasi; (3) investor bereaksi negatif terhadap pengumuman right issue yang sebagian besar dananya digunakan untuk membayar hutang; dan (4) harga penawaran right issue berpengaruh positif terhadap reaksi investor.*

**Kata kunci:** *right issue, reaksi investor, tujuan penggunaan dana, harga penawaran.*

Perusahaan dalam menjalankan aktifitasnya memerlukan dana untuk menunjang kelangsungan dan keberhasilan aktifitas tersebut, serta untuk kelangsungan hidup perusahaan. Pada umumnya perusahaan akan memanfaatkan dana yang dimilikinya terlebih dahulu, yang didapatkan dari *retained earning*. Jika sumber internal perusahaan dianggap kurang mencukupi terutama untuk proyek-proyek yang membutuhkan dana besar, perusahaan akan mengusahakan tambahan dana dari luar perusahaan. Sumber yang paling sering dimanfaatkan adalah pinjaman bank.

Seiring dengan semakin majunya perekonomian suatu negara, maka dibutuhkan sumber pembiayaan yang bisa menjamin pembiayaan jangka panjang. Pasar modal merupakan sarana dan tempat mekanisme panyaluran dana dari pihak yang mempunyai dana berlebihan (investor) menuju pihak yang sangat membutuhkannya (perusahaan). Dengan adanya pasar modal perusahaan akan bisa memperoleh dana dengan cara yang lebih mudah dan murah. Di sisi lain, pasar modal memberikan kesempatan bagi investor untuk menginvestasikan dana yang sebelumnya

berlebihan dan menganggur sehingga bisa menghasilkan lebih banyak keuntungan baginya.

Penawaran saham oleh perusahaan yang *go public* untuk pertama kali disebut *Initial Public Offering* (IPO). Alasan perusahaan memutuskan untuk menerbitkan saham di pasar modal adalah: pertama, untuk melakukan perluasan usaha tetapi perusahaan tidak ingin menambah hutang. Kedua, untuk mengganti sebagian hutang dengan ekuitas yang diperoleh dari penerbitan saham (Husnan, 2001).

Perusahaan yang melakukan IPO, dapat melakukan penawaran saham lagi kepada para investor yang disebut *Seasoned Equity Offerings* (SEO). SEO dapat dilakukan dengan beberapa cara, yang pertama dengan menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu, yang disebut *Right Issue*. Alasan perusahaan melakukan *right issue* adalah untuk melindungi kepentingan pemegang saham perusahaan, khususnya dalam melaksanakan hak *preemptive*. Ini dilakukan agar pemegang saham lama tetap dapat mempertahankan proporsi kepemilikan saham perusahaan sama seperti sebelum SEO (Jogiyanto, 1998).

Cara kedua, yaitu saham baru dijual kepada investor yang ingin membeli sekuritas tersebut melalui *second offerings*, *third offerings*, dan seterusnya.

Smith (1997) menyatakan bahwa *right issue* termasuk cara yang paling banyak digunakan apabila perusahaan melakukan penawaran saham. Ini dikarenakan *right issue* memiliki beberapa kelebihan dibandingkan jika melakukan penawaran umum biasa. Menurut Husnan (2001) kelebihan *right issue* itu adalah:

1. Biaya lebih murah dibandingkan penawaran umum karena perusahaan tidak diharuskan menggunakan penjamin (*underwriter*) yang akan menjamin bahwa saham yang ditawarkan akan laku semua. Pemanfaatan jasa *underwriter* ini menyebabkan perusahaan harus membayar sejumlah fee.
2. Pemegang saham lama dapat mempertahankan proporsi kepemilikan sahamnya.
3. Pemegang saham lama diprioritaskan dalam pembelian saham baru.
4. Saham bisa menjadi lebih likuid karena jumlahnya menjadi jauh lebih besar dan bisa meningkatkan frekuensi perdagangan.

Berbagai penelitian di pasar modal luar negeri, pengaruh *right issue* terhadap harga saham tidak menghasilkan satu simpulan yang seragam. Marsh (1979), Asquith dan Mullins (1986), Masulis dan Korwar (1986), Kalay dan Shimrat (1987), serta Eckbo dan Masulis (1992) mendapatkan pengaruh *right issue* yang negatif dan signifikan terhadap harga saham, sedangkan Loderer dan Zimmermann (1988), Kang (1990), Tsangarakis (1996) mendapatkan pengaruh *right issue* yang positif dan signifikan terhadap harga saham. Secara umum ada kecenderungan pengaruh negatif terjadi pada *developed capital market* atau pasar modal yang sudah maju dan pengaruh positif terjadi pada *emerging capital market* atau pasar modal yang sedang berkembang.

Menurut Asquith dan Mullins (1986) *right issue* yang digunakan untuk ekspansi atau investasi merupakan sesuatu yang menguntungkan, sedangkan *right issue* yang digunakan untuk membayar hutang merupakan sesuatu yang tidak menguntungkan. *Right issue* yang digunakan untuk membayar hutang akan ditangkap sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan tidak menemukan adanya investasi yang bisa menguntungkan perusahaan, sedangkan *right issue* yang digunakan untuk investasi akan ditangkap sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menemukan proyek baru dengan NPV positif, sehingga akan muncul pengaruh positif pada harga saham (Tsangarakis, 1996). Maka, pengaruh *right issue* yang positif terhadap harga saham yang terjadi pada *emerging capital market* kemungkinan disebabkan karena sebagian besar dana *right issue* akan digunakan untuk investasi.

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu *emerging capital market* di Asia yang masih menggunakan mekanisme *right issue* dalam kebijakan pengeluaran saham baru. Penelitian yang dilakukan oleh Safitri (2000), Hastuti (2002), Dewi (2003), dan Widagdo (2004) menunjukkan adanya investor bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue*. Penelitian yang dilakukan oleh Wowor (2000), Tubastuvi (2001), Johnson (2004), dan Suling (2006) menemukan sebaliknya, yaitu investor bereaksi negatif terhadap pengumuman *right issue*.

Perbedaan hasil penelitian-penelitian tersebut dikarenakan tidak mempertimbangkan tujuan dari penggunaan dana *right issue*. Oleh karena itu penelitian ini akan mempertimbangkan tujuan dari penggunaan dana *right issue*, yaitu untuk investasi dan pembayaran hutang. Dengan kata lain penelitian ini berusaha menyelidiki fenomena yang terjadi di pasar saham Indonesia apakah investor akan bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue* yang sebagian besar dananya digunakan untuk investasi dan apakah investor akan

bereaksi negatif terhadap pengumuman *right issue* yang sebagian besar dananya digunakan untuk membayar hutang. Lebih lanjut penelitian ini juga menguji apakah harga penawaran (*offering price*) juga berpengaruh terhadap reaksi investor (*signaling theory*).

#### TELAAH PUSTAKA

##### Reaksi Investor Terhadap Pengumuman *Right Issue*

Nilai saham dapat berubah setiap saat, tergantung kondisi pasar, persepsi investor perusahaan, informasi yang berkembang atau isu lain yang menerpa pasar modal. Nilai saham akan naik jika investor baik perorangan maupun institusi percaya bahwa perusahaan akan untung dan mereka memutuskan untuk membeli saham perusahaan tersebut. Sebaliknya jika menurut pandangan investor bahwa perusahaan kurang menguntungkan, maka investor tidak akan mau berinvestasi pada saham perusahaan tersebut bahkan menjual saham yang sudah mereka miliki, yang mengakibatkan harga saham jatuh.

Pengumuman penawaran saham (emisi saham) adalah merupakan salah satu peristiwa yang bisa mempengaruhi persepsi investor terhadap nilai perusahaan saat ini. Berbagai teori telah memprediksikan perubahan harga pada hari pengumuman emisi saham dan mengelompokkannya ke dalam tiga kategori (Asquith dan Mullins, 1986):

- a. Tidak ada perubahan harga, konsisten dengan hipotesis pasar yang efisien dan adanya substitusi yang berdekatan.
- b. Harga berubah negatif, konsisten dengan (1) Slope permintaan saham perusahaan yang menurun, yang menyebabkan penurunan harga yang permanen, (2) Hipotesis struktur modal berdasar pada redistribusi nilai perusahaan di antara pemilik berbagai jenis sekuritas, pengaruh pajak dan

pengaruh informasi yang berkaitan dengan *leverage*, (3) Pengaruh informasi yang berhubungan dengan penjualan saham, yang dilakukan oleh pihak yang melakukan penjualan saham, baik oleh perusahaan maupun investor, (4) Biaya transaksi yang besar berkaitan dengan penawaran ekuitas.

- c. Harga berubah positif, konsisten dengan (1) Pengaruh informasi yang menyenangkan berkaitan dengan investasi, (2) Nilai karena penurunan *financial leverage* yang cukup drastis, yaitu misalnya penurunan pada perkiraan biaya *financial distress* atau *agency cost*.

Berbagai penelitian di pasar modal luar negeri, pengaruh *right issue* terhadap harga saham tidak menghasilkan satu simpulan yang seragam. Marsh (1979) Asquith dan Mullins (1986), Masulis dan Korwar (1986), Kalay dan Shimrat (1987), serta Eckbo dan Masulis (1992) mendapatkan pengaruh *right issue* yang negatif dan signifikan terhadap harga saham (Tabel 2.2), sedangkan Loderer dan Zimmermann (1988), Kang (1990), Tsangarakis (1996) mendapatkan pengaruh *right issue* yang positif dan signifikan terhadap harga saham.

##### Reaksi Negatif Investor

Marsh (1979) mempelajari peristiwa *right issue* yang terjadi di *London Stock Exchange* antara Juli 1962 sampai 1975). Dari 99 sampel didapatkan sedikit penurunan rata-rata *abnormal return* pada hari pengumuman *right issue* sebesar 0,6% dan didapatkan penurunan sebesar 0,5%-1% pada saat *ex-right*. Rata-rata *abnormal return* dari hari pengumuman *right issue* sampai satu bulan sesudahnya dan dari hari pengumuman sampai dua tahun sesudahnya masing-masing sebesar 1,6% dan 4,5% jauh dari rata-rata *abnormal return* satu tahun sebelum *right issue* yang sebesar 33,4%. Dari *cum date* ke satu minggu

sesudahnya didapatkan *abnormal return* -0,9%.

Asquith dan Mullins (1986) melakukan penelitian terhadap 531 perusahaan di USA yang melakukan penawaran saham dari Januari 1963 sampai Desember 1981. Hasil penelitian ini menunjukkan lebih dari 80% dari sampel industri yang melakukan penawaran mengalami negatif eksess *return* pada hari pengumuman, dengan rata-rata eksess *return* untuk semua industri adalah -2,7% yang secara statistik signifikan. Penawaran oleh perusahaan fasilitas umum (*public utility*) juga disertai dengan negatif eksess *return* dengan rata-rata -0,9% yang secara statistik signifikan.

Penelitian oleh Masulis dan Korwar (1986) di USA memperlihatkan bahwa rata-rata *return* pada periode pengumuman untuk perusahaan industri adalah -3,25 sedangkan untuk perusahaan fasilitas umum hanya sebesar -0,68%, dimana keduanya signifikan pada level 1%. Kalay dan Shimrat (1987) melakukan penelitian dengan sampel dari tahun 1970-1982 dan menggunakan pengumuman pada *wall street journal* sebagai tanggal pengumuman *right issue*, menemukan rata-rata dua hari *excess return* (hari -1 dan 0) sebesar -3,36% (dengan model pasar), rata-rata 2 hari *excess return* -3,77% (dengan model *mean adjusted return*). Hal yang serupa didapatkan oleh Eckbo dan Masulis (1992) yang memperoleh rata-rata *abnormal return* sebesar -3,1% pada perusahaan industri yang melakukan emisi saham biasa.

Kondisi dan karakteristik pasar saham USA yang mungkin menyebabkan munculnya reaksi negatif terhadap pengumuman *right issue* adalah karena

1. Adanya larangan bagi manajer atau pihak perusahaan untuk menggunakan *inside information* dalam melakukan perdagangan saham untuk kepentingan pribadi (*insider trading*).
2. Di sebagian besar perusahaan publik, mayoritas sahamnya dimiliki oleh perusahaan induknya.

3. Terdapat peraturan tentang penyampaian laporan keuangan yang cukup mengikat dan dipatuhi.

### **Reaksi Positif Investor**

Loderer dan Zimmermann (1988) mempelajari *right issue* di Swiss dengan menggunakan 122 sampel *primary right offering* tahun 1973-1983 dan dengan menggunakan model *market-adjusted return* pada data *return* saham bulanan. Dari seluruh sampel didapatkan rata-rata *abnormal return* positif 4,1% dari bulan -10 sampai bulan 0 dan rata-rata *abnormal return* positif pada bulan 0 (pengumuman *right issue*).

Kang (1990) dalam Tsangarakis (1996) mempelajari *right issue* di Korea dan mendapatkan peningkatan harga saham yang signifikan pada periode di sekitar hari pengumuman *right issue*. Tsangarakis (1996) juga menemukan pengaruh *right issue* yang positif terhadap harga saham di pasar saham Yunani. Dengan menggunakan *market-adjusted model*, dari 55 sampel antara tahun 1981-1990 didapatkan rata-rata *abnormal return* pada hari pengumuman sebesar 2,45% yang signifikan pada 1%. *Abnormal return* kumulatif atau CAR pada hari (-1,0) sebesar 3,97% yang juga signifikan pada 1%. Selain itu CAR (-5,0) masing-masing didapatkan sebesar 8,23% dan 11,52% yang signifikan pada 1% dan 5%. Tsangarakis kemudian menyimpulkan bahwa pengumuman *right issue* berpengaruh positif pada harga saham.

Tsangarakis (1996) mengemukakan beberapa karakteristik institusional pasar modal Yunani yang mungkin menyebabkan adanya pengaruh positif pengumuman *right issue* terhadap harga saham. Karakteristik tersebut adalah:

- a. Terdapat pasar sekunder untuk *right* yang terorganisasi pada periode penelitiannya. Ketiadaan pasar yang aktif untuk *right* ini mengindikasikan bahwa pengeluaran ekuitas baru tidak akan mendilusi proporsi kepemilikan pemegang saham saat ini. Adanya pasar

- yang aktif untuk *right* (misalnya seperti di USA) akan membawa penurunan fraksi kepemilikan bagi pemegang saham yang tidak ingin melaksanakan haknya. Sebagai akibatnya, *right issue* di pasar modal yang tidak menyediakan perdagangan *right* mungkin dihubungkan dengan informasi yang negatif.
- b. Di sebagian besar perusahaan publik di Yunani, mayoritas saham dimiliki oleh negara atau beberapa orang anggota keluarga sehingga distribusi kepemilikannya kecil. Implikasinya, pemilik saham pada perusahaan seperti ini harus menyertakan tambahan modal yang besar agar prosentase kepemilikannya tetap. Karena itu pemegang saham tersebut hanya akan menyetujui *right issue* jika prospek perusahaan sangat menjanjikan keuntungan. Hal ini menyebabkan pengumuman *right issue* akan ditangkap pasar sebagai informasi positif tentang masa depan perusahaan.
  - c. Sampai tahun 1987 tidak ada obligasi yang terdaftar di Athens Stock Exchange (ASE). Modal yang diperoleh melalui obligasi untuk tahun 1988-1990 hanya 0,02% (tahun 1988) sampai 0,27% (tahun 1990) dari nilai pasar total semua sekuritas yang terdaftar di ASE. Walaupun pasar obligasi sangat kecil, rasio hutang perusahaan-perusahaan pada periode tersebut relatif tinggi, dimana *debt-asset ratio-nya* mencapai 70% dan sebagian besar merupakan hutang bank jangka pendek dan menengah. Karena itu, sumber utama modal jangka panjang untuk periode 1981-1990 adalah pasar saham, dimana *right issue* merupakan keharusan bagi perusahaan publik yang ingin menambah modalnya. Jadi, *right issue* memberi kesempatan kepada pasar modal untuk mengevaluasi kembali prospek jangka panjang perusahaan.
  - d. Perusahaan yang terdaftar di ASE diharuskan untuk mempublikasikan neraca dan laporan laba rugi tahunan yang sudah diaudit dalam waktu enam bulan sesudah tutup buku, dan diharuskan untuk membuat laporan keuangan tengah tahun dalam waktu empat bulan sesudah tutup buku. Namun karena hukuman/denda yang ringan, sebagian besar perusahaan tidak memenuhi kewajiban yang terakhir. Perusahaan juga tidak diwajibkan untuk membuat laporan keuangan konsolidasi dan juga tidak diharuskan mengikuti sistem akuntansi yang standar sampai tahun 1989. Persyaratan dasar tentang *listing* baru disusun tahun 1985, termasuk penggunaan prospektus untuk *initial* maupun *seasoned offering*, walaupun tipe informasi yang harus ada di prospektus baru dibuat tahun 1992.
  - e. Persyaratan pelaporan yang longgar, tidak adanya pasar obligasi yang aktif, serta kurang terorganisasinya analisis sekuritas menyebabkan keputusan perusahaan tidak diumumkan dalam waktu-waktu yang sudah baku. Dalam kondisi ini penawaran saham menjadi cara yang paling dipercaya untuk membawa informasi penting tentang perusahaan ke pasar modal. Pengumuman *right issue* akan mendorong investor untuk lebih memperhatikan perusahaan dan menaksir ulang nilai perusahaan.
- Secara umum dapat diambil simpulan bahwa ada kecenderungan pengaruh negatif terjadi pada *developed capital market* atau pasar modal yang sudah maju dan pengaruh positif terjadi pada *emerging capital market* atau pasar modal yang sedang berkembang. Hipotesis yang dibuat adalah:
- H1. Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman *right issue*.**

#### **Reaksi Investor di Indonesia**

Menurut Asquith dan Mullins (1986) *right issue* yang digunakan untuk ekspansi atau investasi merupakan sesuatu yang menguntungkan. *Right issue* yang digunakan untuk investasi akan ditangkap sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menemukan proyek baru dengan NPV positif, sehingga akan muncul pengaruh positif pada harga saham (Tsangarakis, 1996). Maka, pengaruh *right issue* yang positif terhadap harga saham yang terjadi pada *emerging capital market* kemungkinan disebabkan karena sebagian besar dana *right issue* akan digunakan untuk investasi.

Di pasar modal Indonesia yang juga merupakan salah satu *emerging capital market* di Asia, pengeluaran saham baru dengan *right issue* bisa ditangkap pasar sebagai informasi yang positif maupun negatif. Safitri (2000) menggunakan sampel perusahaan dari tahun 1993-1997, dengan menggunakan *market adjusted model* diperoleh hasil bahwa terdapat *abnormal return* positif sebelum hari pengumuman, yaitu pada hari -2 dan hari -1, dengan *abnormal return* masing-masing sebesar 0,7922% dan 0,7953% yang signifikan pada tingkat kepercayaan 95% dan 90%. *Abnormal return* hari +3 sebesar -0,4994% signifikan pada tingkat kepercayaan 95%.

Tubastuvi (2001) menggunakan data *return* saham harian pada periode 1993-1997. Penelitian menunjukkan bahwa pengumuman direaksi negatif. *Abnormal return* pada hari -4, hari +4, dan hari +7 masing-masing adalah -0,807%, -0,671% dan -34,337% (signifikan pada tingkat kepercayaan 90% dan 95%). Sedangkan *cumulative abnormal return* yang negatif signifikan terjadi pada hari +7, 8, 9, dan 10, masing-masing sebesar -71,48%, -71,17%, -70,46%, dan -71,07% yang semuanya signifikan pada tingkat kepercayaan 95%.

Penelitian Hastuti (2002) menggunakan sampel penelitian dari tahun 1994-1997, menunjukkan terjadinya *abnormal return* yang positif pada hari t-2 dan t-1. Masing-masing adalah 1,003% signifikan pada tingkat kepercayaan 90 %

untuk hari -1 dan 0,9623% signifikan pada tingkat kepercayaan 95% untuk hari -2.

Penelitian Dewi (2003) menemukan pengaruh positif signifikan pada saat pengumuman dan setelah pengumuman. Hal ini ditunjukkan dengan diperolehnya *abnormal return* positif signifikan pada saat *ex-right date* dan sehari setelah *ex-right date* yaitu: 34,52% dan 1,91 %. Widagdo (2004) meneliti pasar modal Indonesia tahun 1992 sampai 1996. Sebagian besar *abnormal return* adalah positif, terbesar terjadi pada hari -3 sebesar 0,576% yang signifikan pada tingkat kepercayaan 90%. Setelah pengumuman terjadi *abnormal return* negatif pada hari +1 yaitu sebesar -0,562% signifikan pada tingkat kepercayaan 95% dan hari +2 *abnormal return* negatif sebesar -0,437% signifikan pada tingkat kepercayaan 90%.

Perbedaan hasil penelitian-penelitian tersebut terjadi karena penelitian-penelitian tersebut tidak mempertimbangkan tujuan penggunaan dana. Investor akan bereaksi positif jika *right issue* akan digunakan untuk investasi ataupun ekspansi usaha, baik eksternal maupun internal. Sebaliknya investor akan bereaksi negatif jika *right issue* akan digunakan untuk membayar ataupun pelunasan hutang perusahaan.

Pengeluaran ekuitas baru juga bisa diinterpretasikan sebagai berita yang menyenangkan berkaitan dengan kesempatan investasi perusahaan. Karena penambahan modal harus disetujui dan dilakukan oleh pemegang saham saat ini, *right issue* membuktikan adanya kepercayaan pemegang saham terhadap masa depan perusahaan mereka sendiri. *Right issue* akan ditangkap sebagai suatu sinyal atau tanda bahwa perusahaan menemukan proyek baru dengan NPV positif, sehingga akan muncul pengaruh positif pada harga saham perusahaan.

Hal tersebut sejalan dengan pernyataan Myers dan Majluf, 1984 (dalam Tsangarakis (1996), yang mengemukakan bahwa pengeluaran sekuritas baru membawa informasi berkaitan dengan

kesempatan investasi perusahaan. Peningkatan NPV dari *investment opportunity* mengurangi masalah *adverse selection* dari penawaran saham baru sehingga mengurangi penurunan harga saham pada hari pengumuman. Jika *investment opportunity* dipandang cukup menguntungkan akan meniadakan *adverse selection* sehingga tidak ada reaksi harga saham yang negatif.

Tsangarakis (1996) membuktikan adanya hubungan positif yang signifikan antara *abnormal return* saham pada saat pengumuman *right issue* dengan besarnya penambahan modal yang didapat dari *right issue* tersebut. Ia kemudian mengambil simpulan bahwa pengumuman *right issue* diterima pasar sebagai suatu *good news* berkaitan dengan kesempatan investasi perusahaan di masa depan. Investor percaya bahwa perusahaan mengeluarkan saham baru untuk membiayai proyek yang mempunyai NPV positif.

Hipotesis yang dibuat adalah:

**H2. Investor bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue* yang sebagian besar dananya digunakan untuk investasi.**

Menurut Asquith dan Mullins (1986), *right issue* yang digunakan untuk membayar hutang merupakan sesuatu yang tidak menguntungkan. Perusahaan yang menggunakan dana *right issue* untuk membayar hutang, berarti tidak menangkap adanya suatu investasi yang bisa menguntungkan perusahaan. Masulis dan Korwar (1986) memperlihatkan adanya hubungan negatif antara *abnormal return* pada hari pengumuman dan perubahan hutang yang berkaitan dengan penerbitan saham tersebut. Semakin besar penurunan hutang maka semakin negatif *abnormal return*.

Penerbitan ekuitas baru yang digunakan untuk membayar hutang akan menurunkan *ratio leverage* perusahaan, sehingga resiko hutang menjadi mengecil.

Konsekuensinya, nilai pasar hutang meningkat. Dengan kata lain pemilik hutang akan mendapatkan keuntungan dan disisi lain merupakan kerugian bagi pemegang saham.

Hipotesis yang dibuat adalah:

**H3. Investor bereaksi negatif terhadap pengumuman *right issue* yang sebagian besar dananya digunakan untuk membayar hutang.**

### ***Signaling Theory***

*Signaling theory* memusatkan pada pilihan sekuritas sebagai *signalling-mechanism*. Teori sinyal (*signalling theory*) menjelaskan bahwa untuk membedakan dengan perusahaan berkualitas buruk, perusahaan berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal. Sinyal ini harus efektif sehingga pasar dapat mempersepsikan dengan baik dan tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang buruk. Sinyal ini diperlukan karena di pasar masih terdapat asimetri informasi antara manajemen perusahaan dengan investor luar.

Model yang dikembangkan Heinkel dan Schwartz (1986) berdasar asumsi bahwa investor insider adalah *risk-averse* sementara investor outsider adalah *risk-neutral*, yaitu investor insider mempunyai informasi privat mengenai risiko arus kas masa depan perusahaan sedangkan investor outsider tidak mempunyai informasi tersebut. Manajemen mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar, dan selalu berusaha memaksimalkan harapan insentifnya (Budiarto, 1998).

Asimetri informasi ini terjadi jika manajemen tidak menyampaikan informasinya tentang semua hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal, sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap

adanya *event* tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham yang terjadi.

Pada lingkungan asimetri informasi, sangat sukar bagi investor untuk dapat membedakan secara objektif perusahaan yang “baik” dan “buruk”. Laporan keuangan perusahaan tidak membawa informasi yang berarti bagi investor. Dengan demikian, investor cenderung akan memandang sama untuk semua perusahaan yang akan melakukan *offerings* yaitu “buruk”.

Heinkel dan Schwartz (1986) mengungkapkan bahwa harga penawaran merupakan informasi yang sangat bernilai. Mereka juga memprediksikan bahwa harga penawaran yang lebih rendah akan menyebabkan penurunan harga saham yang lebih besar. Pemegang saham lama yang mengetahui prospek perusahaan di masa mendatang bagus, berani membayar saham baru dengan harga yang lebih tinggi. Sehingga hal tersebut akan ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif. Loderer dan Zimmerman (1988) dengan regresinya berhasil membuktikan bahwa harga penawaran memberikan *signaling effects* yang positif terhadap *abnormal return* saham pada saat pengumuman. Penelitian oleh Safitri (2000) juga menemukan bahwa harga penawaran berpengaruh positif terhadap *abnormal return*.

Hipotesis yang dibuat adalah:

**H4. Harga penawaran *right issue* berpengaruh positif terhadap reaksi investor.**

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan metode *event study*. Data yang digunakan dalam penelitian ini antara lain: tanggal pengumuman, prosentase tujuan penggunaan dana, dan harga penawaran yang termuat dalam Prospektus perusahaan yang diterbitkan oleh BEI. Data lain yang

digunakan adalah harga saham harian dan harga pasar. Populasi yang menjadi objek penelitian ini adalah seluruh saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria adalah:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan *right issue*.
2. Dapat diketahui secara jelas tanggal pengumuman dalam Prospektus yang dikeluarkan oleh Bapepam atau BEI.
3. Dapat diketahui secara jelas prosentase tujuan penggunaan dana dalam Prospektus.
4. Dapat diketahui secara jelas harga penawaran dalam Prospektus.
5. Perusahaan tidak melakukan *corporate action* yang lain .
6. Memiliki laporan keuangan yang dikeluarkan perusahaan telah diaudit oleh akuntan publik yang terdaftar/resmi dan memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan.

### Definisi Variabel

Dalam penelitian *event study* untuk menguji reaksi investor terhadap pengumuman *right issue*, variabel yang digunakan adalah:

- a. Hari pengumuman ( $t,0$ ), yaitu hari atau tanggal perusahaan mengumumkan *right issue* dengan menggunakan tanggal dalam Prospektus yang dikeluarkan oleh laporan resmi Bapepam atau Bursa Efek Indonesia. Pemilihan tanggal ini dilatarbelakangi pengertian bahwa dalam *event study* penentuan hari pengumuman haruslah pengumuman yang dianggap bisa memberikan informasi bagi investor untuk pertama kalinya. Penyebarluasan prospektus pendahuluan di surat kabar sebenarnya dianggap memenuhi syarat tersebut. Tetapi tidak semua investor peka terhadap informasi yang terdapat di surat kabar. Selain itu dalam prospektus pendahuluan umumnya tidak dinyatakan secara jelas berapa saham baru yang ditawarkan serta berapa

harga penawarannya, sehingga perhatian investor terhadap pengumuman ini tidak terlalu besar dari pada jika informasi tersebut dikeluarkan secara resmi oleh Bapepam atau BEI.

- b. Harga saham, yaitu harga penutupan perdagangan (*closing price*) saham perusahaan pada hari tersebut.

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

Keterangan :

$R_{i,t}$  = *return actual* saham i pada hari ke t

$P_{i,t}$  = harga saham i pada hari ke t, dimana t=0 adalah hari pada saat terjadinya *right issue*

- d. *Return* pasar, yaitu selisih antara indeks pasar penutupan hari ini dengan hari sebelumnya, dibagi dengan indeks pasar penutupan hari sebelumnya.

$$Rm_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

$Rm_t$  = *return* pasar pada hari ke t

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari ke-t

- e. *Abnormal return*, yaitu selisih antara *actual return* saham dengan *expected return*-nya. Dalam penelitian ini digunakan *market-adjusted abnormal return* dimana *expected return* adalah besarnya *return* pasar hari tersebut. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah periode kejadian (*event window*).

*Event window* dalam penelitian ini dipilih dari t-10 sampai t+10, dengan alasan: (1) periode 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman cukup untuk melihat reaksi investor terhadap pengumuman yang diproksikan melalui *abnormal return*, (2) jika digunakan periode kurang dari 10 hari ada

- c. *Return* saham, yaitu selisih antara harga penutupan hari dengan harga penutupan hari sebelumnya, dibagi dengan harga penutupan hari sebelumnya.

kecurigaan kurang bisa melihat reaksi investor secara keseluruhan, karena beberapa penelitian menyebutkan efisiensi pasar bentuk setengah kuat masih sulit ditemukan di pasar modal Indonesia, yang berarti bahwa pasar modal di Indonesia kemungkinan relatif lambat menyerap informasi yang berkembang untuk membentuk harga keseimbangan baru, (3) jika digunakan lebih dari 10 hari dikhawatirkan akan terjadi bias simpulan yang diambil, karena semakin lebar *event window*, akan semakin besar pula kemungkinan terjadi kontaminasi dari peristiwa lain yang terjadi tidak terlalu jauh jaraknya dengan pengumuman *right issue*.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - Rm_t$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$  = *abnormal return* saham ke-i pada waktu ke t

$R_{i,t}$  = *actual return* saham ke-i pada waktu ke t

$Rm_t$  = *expected return* saham i

Selanjutnya menggunakan analisis regresi untuk menguji faktor-faktor yang

mempengaruhi reaksi investor terhadap pengumuman *right issue*, variabel yang digunakan adalah:

1. Variabel *Dependent*, yaitu *Comulative Abnormal Return* (CAR) di dalam *event window*, dengan rumus :

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n AR_t$$

2. Variabel *Independent*
  - a. Tujuan penggunaan dana, menggunakan variabel *dummy* (1 untuk sebagian besar penggunaan dana untuk investasi, 0 untuk sebagian besar penggunaan dana untuk yang lain/membayar hutang).
  - b. Harga penawaran (*Offering Price*). Proporsi harga penawaran yaitu harga penawaran saham baru dibagi dengan harga pasar saham

pada saat pengumuman prospektus *right issue*.

3. Variabel Kontrol, menggunakan *size* sebagai ukuran perusahaan. *Size* dihitung dengan log dari total aset.

Untuk pengujian faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi investor terhadap pengumuman *right issue*, digunakan variabel *dependent* yaitu *Comulative Abnormal Return* yang signifikan pada *event window*; variabel *independent* yaitu variabel *dummy* tujuan penggunaan dana *right issue* (1 untuk sebagian besar penggunaan dana untuk investasi, 0 untuk sebagian besar penggunaan dana untuk yang lain/membayar hutang) dan proporsi harga penawaran (*offering price*) yaitu harga penawaran saham baru dibagi dengan harga pasar saham pada saat pengumuman prospektus *right issue*; variabel kontrol yaitu *size* dihitung dengan log dari total aset.

Model regresi:

$$CAR_t = \alpha + \beta_1Dum + \beta_2Offer + \beta_3Size + \varepsilon$$

Keterangan:

- CAR : *Comulative Abnormal Return*
- Dum : *Dummy* tujuan penggunaan dana (1 untuk investasi, 0 untuk yang lain/hutang)
- Offer : Harga penawaran (*Offering Price*)
- Size : Ukuran perusahaan
- $\alpha$  : Konstanta
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  : Koefisien regresi
- $\varepsilon$  : *error term*

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Penelitian ini menguji bagaimana reaksi investor terhadap pengumuman *right issue* di pasar modal Indonesia. Pengumuman *right issue* yang digunakan

adalah pengumuman pada prospektus yang diterbitkan secara resmi oleh BEI atau Bapepam, dan reaksi investor terhadap pengumuman terhadap pengumuman tersebut diproksi dengan *abnormal return* harian saham di sekitar hari pengumuman.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif**

	N	Min.	Max.	Mean	Std. Deviation
CAR	55	-0,59	0,28	-0,06	0,15

Dummy	55	0,00	1,00	0,67	0,47
Harga Penawaran	55	0,15	1,67	0,78	0,33
Size	55	10,69	14,23	12,12	0,78
Investasi	55	0,00	1,00	0,66	0,38
Hutang	55	0,00	1,00	0,34	0,37

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif penelitian dengan sampel sebanyak 55 perusahaan. Selama *event window* terdapat CAR perusahaan baik positif maupun negatif, dengan nilai tertinggi 0,28 dan nilai terendah -0,59. Variabel *dummy* menunjukkan angka 1 adalah penggunaan dana *right issue* untuk investasi dan angka 0 adalah penggunaan dana *right issue* untuk membayar hutang. Harga penawaran *right issue* terhadap harga pasar menunjukkan

nilai terendah adalah 15% dan nilai tertinggi adalah 167%, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mempunyai kualitas dan prospek masa depan yang bagus, berani menawarkan harga *right issue* yang lebih tinggi dibandingkan harga pasar. Prosentase variabel tujuan penggunaan dana yaitu investasi dan hutang apabila dijumlahkan adalah 100%, dengan nilai rata-rata variabel investasi sebesar 66% dan nilai rata-rata variabel hutang sebesar 34%.

**Reaksi Investor Terhadap Pengumuman *Right Issue***

**Tabel 2. *Abnormal Return* Harian di Sekitar Pengumuman *Right Issue***

Hari ke-	t	Keterangan
-10	0,535	Tidak signifikan
-9	0,025	Tidak signifikan
-8	-2,207	Signifikan pada $\alpha : 0,05$
-7	0,951	Tidak signifikan
-6	0,802	Tidak signifikan
-5	0,801	Tidak signifikan
-4	0,459	Tidak signifikan
-3	-0,380	Tidak signifikan
-2	0,297	Tidak signifikan
-1	-0,580	Tidak signifikan
0	2,427	Signifikan pada $\alpha : 0,05$
+1	-0,079	Tidak signifikan
+2	1,001	Tidak signifikan
+3	0,129	Tidak signifikan
+4	-0,192	Tidak signifikan
+5	-0,780	Tidak signifikan
+6	-1,058	Tidak signifikan
+7	-0,425	Tidak signifikan
+8	-3,000	Signifikan pada $\alpha : 0,01$
+9	0,425	Tidak signifikan
+10	-1,540	Tidak signifikan

Pada saat pengumuman *right issue* pada prospektus yang diterbitkan secara resmi oleh BEI atau (t,0) terdapat *abnormal return* yang positif, tetapi pada saat sebelum pengumuman (t,-8) dan sesudah pengumuman (t,+8) terjadi *abnormal return*

yang negatif (Tabel 2). Dapat dikatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman *right issue*.

Adanya reaksi investor yang negatif signifikan pada saat sebelum pengumuman (t,-8) mengindikasikan bahwa meskipun informasi tentang *right issue* belum jelas tetapi sudah diserap oleh pasar. Investor yang menganggap bahwa *right issue* akan mengurangi kemakmuran pemegang saham, cenderung melakukan *short sell* sebelum hari pengumuman. Para investor yang berorientasi pada keuntungan jangka pendek (*capital gain*) tersebut berlomba-lomba untuk menjual sahamnya. Karena permintaan menjadi lebih kecil dari penawaran, maka harga saham akan turun.

*Abnormal return* positif pada saat pengumuman *right issue* di Indonesia sesuai dengan pernyataan bahwa pengaruh positif terjadi pada *emerging capital market* atau pasar modal yang sedang berkembang (Loderer dan Zimmermann, 1988; Kang, 1990; Tsangarakis, 1996). Beberapa karakteristik pasar modal Indonesia yang mungkin menyebabkan adanya pengaruh positif pengumuman *right issue* terhadap harga saham adalah (1) salah satu cara perusahaan publik yang ingin menambah modalnya yaitu dengan cara mengeluarkan *right issue*, sehingga *right issue* tersebut memberi kesempatan kepada pasar modal untuk mengevaluasi kembali prospek jangka panjang perusahaan; (2) para pemegang saham hanya akan menyetujui

*right issue* jika prospek perusahaan sangat menjanjikan keuntungan, hal ini menyebabkan pengumuman *right issue* akan ditangkap pasar sebagai informasi positif tentang masa depan perusahaan; (3) prospektus yang diterbitkan secara resmi oleh BEI telah mencakup berbagai informasi yang dibutuhkan oleh investor.

Karakteristik lain pasar modal Indonesia yang mungkin menyebabkan adanya pengaruh positif pengumuman *right issue* terhadap harga saham (Ang, 1997) adalah karena faktor psikologis pada investor yang menganggap bahwa setiap tindakan *right issue* pasti akan menaikkan harga saham, maka para investor berlomba-lomba untuk membeli. Karena permintaan menjadi lebih besar dari penawaran, harga saham menjadi naik. Di samping sisi psikologis pasar yang akan memberikan sentimen positif, faktor fundamental dan teknikal juga ikut berperan. Jika faktor fundamental suatu perusahaan publik memang baik, maka sentimen positif akan lebih besar lagi.

Adanya *abnormal return* yang negatif setelah pengumuman *right issue* (periode perdagangan *right issue*) karena pada periode ini mulai berlaku harga dasar baru atau merupakan tahap koreksi. Saham baru akan membanjiri pasar, sehingga jika penawaran yang tinggi tidak diikuti dengan permintaan yang tinggi maka harga saham bisa mengalami koreksi (dapat menurunkan harga).

**Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Reaksi Investor Terhadap Pengumuman *Right Issue***

**Tabel 3. Koefisien Regresi**

	Unstandardized Coefficient	Standardized Coefficient		
--	----------------------------	--------------------------	--	--

	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	-0,157	0,275		-0,570	0,571
Dummy	0,101	0,037	0,310	2,697	0,009
Harga Penawaran	0,235	0,053	0,505	4,402	0,000
Size	-1,260	0,023	-0,064	-0,552	0,583

*Dependent Variable:* CAR

Dari hasil uji regresi (Tabel 3) ternyata semua variabel *independent* mendapatkan hasil yang signifikan, yaitu variabel *dummy* dan harga penawaran, sedangkan *size* sebagai variabel kontrol tidak signifikan. Pembahasan untuk variabel *independent* adalah sebagai berikut:

- a. Variabel *dummy* signifikan pada tingkat kepercayaan 99% dengan koefisien t statistik yang positif (2,697). Hasil positif dan signifikan ini berarti bahwa dana *right issue* yang sebagian besar digunakan untuk investasi mendapat reaksi positif dari investor.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Tsangarakis (1996) yang telah berhasil membuktikan adanya hubungan positif yang signifikan antara *abnormal return* saham pada saat pengumuman *right issue* dengan besarnya penambahan modal yang didapat dari *right issue* tersebut.

Pengeluaran ekuitas baru juga bisa diinterpretasikan sebagai berita yang menyenangkan berkaitan dengan kesempatan investasi perusahaan. Karena penambahan modal harus disetujui dan dilakukan oleh pemegang saham saat ini, *right issue* membuktikan adanya kepercayaan pemegang saham terhadap masa depan perusahaan mereka sendiri. *Right issue* akan ditangkap sebagai suatu sinyal atau tanda bahwa perusahaan menemukan proyek baru dengan NPV positif, sehingga akan muncul pengaruh positif pada harga saham perusahaan.

- b. Prosentase tujuan penggunaan dana *right issue* untuk investasi dan membayar hutang apabila dijumlahkan akan selalu atau mendekati 100%, jadi memiliki korelasi negatif yang sempurna yaitu -0,985 (Tabel 4).

**Tabel 4. Korelasi Antar Variabel Tujuan Penggunaan Dana**

	Investasi	Hutang
Investasi Pearson Correlation	1	-0,985**
N	55	55
Hutang Pearson Correlation	-0,985**	1
N	55	55

\*\* . Korelasi signifikan pada  $\alpha$ : 0,01 (2-tailed)

Oleh karena itu, hasil positif dan signifikan dari variabel *dummy* berarti bahwa dana *right issue* yang sebagian besar digunakan untuk membayar hutang mendapat reaksi negatif dari investor.

(1986) yang juga memperlihatkan adanya hubungan negatif antara *abnormal return* pada hari pengumuman dan perubahan hutang yang berkaitan dengan penerbitan saham tersebut,

yaitu semakin besar penurunan hutang maka semakin negatif *abnormal return*.

Hasil penelitian ini juga mendukung pernyataan Asquith dan Mullins (1986) bahwa *right issue* yang digunakan untuk membayar hutang merupakan sesuatu yang tidak menguntungkan. Perusahaan yang menggunakan dana *right issue* untuk membayar hutang, berarti tidak menangkap adanya suatu investasi yang bisa menguntungkan perusahaan.

- c. Variabel harga penawaran signifikan pada tingkat kepercayaan 99%. Karena adanya signifikansi tersebut dan didapatkan koefisien t statistik yang positif (4,402), maka harga penawaran *right issue* berpengaruh positif terhadap reaksi investor.

Hasil penelitian ini mendukung pernyataan Heinkel dan Schwartz (1986) yang menyatakan bahwa harga penawaran merupakan informasi yang sangat bernilai. Penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Loderer dan Zimmerman (1988), dan Safitri (2000) bahwa harga penawaran memberikan *signaling effects* yang positif terhadap *abnormal return* saham pada saat pengumuman.

Harga penawaran yang lebih rendah akan menyebabkan penurunan harga yang lebih besar dan sebaliknya. Hal ini karena kegagalan penawaran (karena harga penawaran lebih besar dari pada harga pasar) akan sangat merugikan, sehingga perusahaan yang memperkirakan harga sahamnya akan menurun selama periode penawaran lebih memilih untuk menghindari kegagalan penawaran tersebut dengan cara memilih harga penawaran yang cukup rendah dibandingkan dengan harga pasar saat ini.

Perusahaan yang memperkirakan sahamnya akan menurun secara drastis tersebut adalah perusahaan dengan kualitas yang kurang baik, sedangkan perusahaan dengan kualitas baik tidak

akan takut harga sahamnya akan menurun. Para pemegang saham lama yang mengetahui kualitas dan prospek perusahaan di masa mendatang yang bagus, juga akan berani membayar saham baru dengan harga yang lebih tinggi. Sebagai akibatnya, pelaku pasar mengambil informasi mengenai kualitas dan prospek perusahaan melalui penentuan harga penawaran tersebut. Semakin tinggi harga penawaran maka semakin baik kualitas perusahaan tersebut dan semakin positif reaksi investor terhadap pengumuman *right issue*-nya.

### SIMPULAN

Peneliti memberikan beberapa simpulan berdasarkan hasil penelitian ini, antara lain :

1. Investor bereaksi terhadap pengumuman *right issue*, yang ditandai dengan adanya *abnormal return* saham yang signifikan di sekitar hari pengumuman *right issue* (*announcement date*).
2. Investor bereaksi positif dan signifikan terhadap pengumuman *right issue* yang sebagian besar dananya digunakan untuk investasi.
3. Investor bereaksi negatif dan signifikan terhadap pengumuman *right issue* yang sebagian besar dananya digunakan untuk membayar hutang.
4. Harga penawaran *right issue* berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi investor.

### Keterbatasan

Peneliti dalam melakukan penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut:

1. Peneliti belum mempertimbangkan informasi internal dan eksternal (selain *corporate action*) yang mungkin mempengaruhi *abnormal return*.
2. Peneliti belum menggunakan *robustness test* dengan menggunakan metoda penghitungan *abnormal return* yang lain, karena bisa jadi perbedaan metoda

penghitungan yang digunakan dapat mempengaruhi hasil yang didapat.

### **Implikasi**

Hasil dari penelitian ini dapat diimplikasikan antara lain :

1. Bagi perusahaan, dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan tindakan untuk mengeluarkan saham baru melalui *right issue*, sebaiknya sebagian besar penggunaan dananya untuk investasi karena akan direaksi positif oleh investor.
2. Perusahaan yang memiliki kualitas dan prospek yang baik tidak perlu ragu untuk menentukan harga penawaran yang lebih tinggi, karena semakin tinggi harga penawaran akan semakin positif *abnormal return*.
3. Penelitian ini juga bisa memberikan masukan pada para pemegang saham dan investor, karena terbukti bahwa *right issue* yang digunakan untuk investasi akan meningkatkan harga saham sehingga menambah kemakmuran mereka.

### **Saran**

Saran yang bisa penulis berikan dalam kaitannya keterbatasan dalam penelitian ini adalah :

1. Mempertimbangkan informasi internal dan eksternal yang mungkin mempengaruhi *abnormal return*.
2. Dapat dilakukan penelitian yang serupa tetapi dengan metoda penghitungan *abnormal return* yang berbeda, misalnya dengan menggunakan *beta* saham (*market model*) maupun dengan rata-rata return saham sebelum pengumuman (*mean-adjusted model*).

### **DAFTAR PUSTAKA**

- Asquith, P. dan D.W. Mullins, Jr. 1986. Equity Issues and Offering Dilution. *The Journal of Financial Economics*, vol.15, p.61-89.
- Budiarto, M.A. 1998. Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Dewi, U. 2003. Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Abnormal Return dan Tingkat Likuiditas Saham. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Eckbo, B.E. dan R.W. Masullis 1992. Adverse Selection and Rights Offer Paradox. *Journal of Financial Economics*, p.293-332.
- Hastuti, T.D. 2002. Pengaruh Information Asymetry, Ukuran Right Issue, dan Ukuran Pertumbuhan Perusahaan terhadap Harga Saham disekitar Pengumuman Right Issue. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Heinkel, R. dan E.S. Schwartz. 1986. Rights Versus Underwritten Offering: An Asymmetric Information Approach. *The Journal of Finance*, vol. XII, no.1, p.1-18.
- Husnan, S. 2001. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jogiyanto, H.M. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM, Yogyakarta.
- Johnson, A. 2004. Pengujian Signaling Hypothesis dan Free Cash Flow Hypothesis atas Penawaran Right Issue. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Kalay, A. dan A. Shimrat. 1987. Firm Value and Seasoned Equity Issues. Price pressure, Wealth Redistribution or Negatif Information. *Journal of Financial Economics*, vol.19, p.109-126.
- Loderer, C. dan H. Zimmermann. 1988. Stock Offering in a Different Institutional Setting, Swiss Case 1973-1983. *Journal of Banking and Finance*, vol.12, p.353-378.
- Marsh, P.R. 1979. Equity Rights and The Efficiency of The UK Stock Market. *The Journal of Finance*, vol.XXXIV, no.4, p.839-862.
- Masulis, R.W. dan A.N. Korwar. 1986. Seasoned Equity Offerings, An Empirical

- Investigation. *Journal of Financial Economics*, vol.15, p.91-118.
- Safitri, A. 2000. Analisis Reaksi Investor terhadap Pengumuman Right Issue di Pasar Modal Indonesia. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Smith, C.W.Jr. 1997. Alternative Methods for Raising Capital Rights Versus Underwritten Offerings. *Journal of Financial Economics*, vol.5, p.273-307.
- Suling, R.S. 2006. Analisis Pengaruh Right Issue terhadap Perubahan Harga Saham di BEJ. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Tsangarakis, N.V. 1996. Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece. *The Financial Management*, vol.25, no.3, p.21-32.
- Tubastuvi, N. 2001. Analisis Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Abnormal Return Saham. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Widagdo, D. 2004. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Reaksi Investor di Sekitar Pengumuman Right Issue. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Wowor, B.S.C. 2000. Analisa Variabel-Variabel yang Mempengaruhi CAR Akibat Pengumuman Right Issue di BEJ. *Tesis*. Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

