

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Perusahaan *go public* yang akan melakukan *right issue* memiliki beberapa alasan dan membutuhkan proses yang panjang untuk memperoleh dana melalui *right issue* tersebut. Penelitian mengenai pengumuman *right issue* ini akan menggunakan *abnormal return* dalam menganalisa kandungan informasi di seputar tanggal pengumuman *right issue* untuk dapat mengetahui adanya reaksi pasar.

II.1 Pasar Modal

II.1.1. Peran Pasar Modal

Pada dasarnya, pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri.⁸ Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (*return*)

⁸ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab, (Jakarta: Salemba Empat, 2001), hal. 1.

sedangkan pihak *issuer* (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih.⁹

Dengan adanya pasar modal diharapkan aktivitas perekonomian menjadi meningkat karena pasar modal merupakan alternatif pendanaan bagi perusahaan-perusahaan sehingga perusahaan dapat beroperasi dengan skala yang lebih besar dan pada gilirannya akan meningkatkan pendapatan perusahaan dan kemakmuran masyarakat luas.

II.1.2. Aktivitas Pendanaan di Pasar Modal (*Seasoned Equity Offering*)

Ada beberapa cara yang lazim dilakukan dalam mendapatkan dana melalui penerbitan saham di pasar modal oleh perusahaan *go public*, yaitu dengan *initial public offering* (IPO) maupun dengan *second offering* yaitu melalui *seasoned equity offering* (SEO). SEO merupakan penawaran saham kepada pemegang saham yang masih ada, sebab sebelumnya perusahaan telah melakukan IPO. SEO merupakan aktivitas emiten di pasar modal yang berupa penawaran sekuritas tambahan (*seasoned securities*) kepada masyarakat. Penawaran ini dilakukan karena emiten sebagai perusahaan *go public* membutuhkan dana tambahan untuk membiayai kegiatan usahanya baik untuk perluasan usaha, pembayaran hutang maupun untuk membiayai

⁹ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, op. cit., hal. 2.

proyek investasi yang belum selesai. Penawaran ini dapat dilakukan dengan 2 (dua) cara :¹⁰

- a. Menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu (biasa dikenal dengan *right issue*).
- b. Menjual kepada setiap investor yang ingin membeli sekuritas baru melalui *second offering*, *third offerings* dan seterusnya.

II.2 *Right Issue*

II.2.1. Pengertian *Right Issue*

Seperti dikatakan diatas, penawaran saham tambahan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan perusahaan dapat dilakukan melalui penerbitan hak (*right issue*). *Right issue* adalah salah satu jenis *corporate action* yang biasanya dilakukan oleh perusahaan *go public* untuk memperoleh tambahan dana. Istilah *right issue* di Indonesia dikenal pula dengan istilah Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD).

Pengertian *right issue* atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) menurut Keputusan Ketua BAPEPAM No: Kep-26/PM/2003 tanggal 17 Juli 2003:¹¹

Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu adalah hak yang melekat pada saham yang memungkinkan para pemegang saham yang ada untuk membeli efek baru, termasuk saham, sebelum ditawarkan kepada pihak lain. Hak tersebut dapat dialihkan.

¹⁰ Meggison (1997), dalam Ch. Heni Kurniawan dan Ch. Rusiti, op. cit., hal. 7-8.

¹¹ www.bapepam.go.id, Peraturan Bapepam, Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-26/PM/2003, Nomor IX.D.1. Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu no. 1.

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. *Right issue* ditawarkan terlebih dahulu kepada pemegang saham saat ini atau pemegang saham lama (*existing shareholders*). Jadi pemegang saham lama memiliki hak *preemptive* yaitu hak untuk memesan efek terlebih dahulu. Tentu saja untuk mendapatkan saham tersebut pemegang saham harus melaksanakan *rights* tersebut pada tingkat harga yang telah ditentukan.

Harga penawaran (*subscription price*) *right* merupakan harga yang akan dibayar investor untuk mengkonversikan haknya tersebut di dalam bentuk saham yang ditawarkan perusahaan. Jumlah saham yang dikonversikan tersebut sesuai dengan rasio yang sebelumnya telah ditetapkan oleh perusahaan. Pada umumnya harga penawaran (*subscription price*) *right* di bawah harga saham yang berlaku.¹² Hal ini dimungkinkan sebagai suatu tarikan agar investor mau membelinya. Dengan adanya harga penawaran (*subscription price*) yang sangat rendah dari harga pasar, maka secara otomatis akan menurunkan harga pasar (*market price*) saham perusahaan.¹³

Right issue ini memungkinkan pemegang saham yang ada (*existing stockholders*) untuk mempertahankan kendali atas perusahaan dengan pemberian hak (*right*) untuk membeli saham tambahan yang dikeluarkan perusahaan pada harga yang berada di bawah harga pasar saham. Dalam hal ini terdapat keuntungan

¹² Aswath Damodaran, *Corporate Finance: Theory and Practice*, (New York: John Wiley & Sons, 2001), hal. 529.

¹³ *Ibid.*, hal. 529.

tambahan sebab walaupun harga saham pada saat disertai *right* berada di bawah harga pasar saham, tidak ada pemindahan kekayaan (*transfer of wealth*) dari pemegang saham yang sudah ada (*existing stockholders*), selama hanya pemegang saham tersebut yang menerima *right*.¹⁴ Sebaliknya apabila perusahaan memilih untuk melakukan penawaran umum (*public offering*), *existing stockholders* dapat mengalami kerugian, sebab jika harga saham dijual di bawah harga pasar saham pada saat *public offering*, maka akan menguntungkan pemegang saham yang baru (*new stockholders*). Pemegang saham yang baru dapat menikmati keuntungan yang lebih (*capital gain*) dengan mendapatkan harga saham yang lebih murah dibandingkan *existing stockholders* yang sebelumnya membeli pada harga pasar.

Investor yang rasional tentunya akan menggunakan haknya ini untuk dapat mempertahankan proporsi kepemilikan saham dalam perusahaan. Karena sifat *right* adalah hak dan bukan merupakan kewajiban, maka jika tidak ingin melaksanakan haknya tersebut, investor dapat menjualnya. Dengan demikian terjadilah perdagangan atas *rights*. *Rights* diperdagangkan seperti halnya dengan saham, namun perdagangan *rights* ada masa berlakunya. Imbalan yang akan didapat oleh pembeli *right* adalah sama dengan pembeli saham, yaitu dividen dan *capital gain*. Ada risiko yang harus diterima pemodal, baik mereka yang merealisasikan haknya atau tidak dalam *right issue*, yaitu risiko turunnya harga saham dan deviden per saham. Selain itu bagi pemegang saham yang tidak menggunakan *right*-nya tersebut maka dia akan mengalami dilusi, yaitu menurunnya persentase kepemilikan saham.

¹⁴ Aswath Damodaran, Op. cit., hal. 530.

Pemegang saham mendapatkan keuntungan dengan dilakukannya *right issue* ini, yaitu:

1. Pemegang saham (*existing stockholders*) sudah mengetahui kinerja dan prospek perusahaan yang melakukan *right issue* ini, sehingga mereka dapat mengantisipasi kemungkinan terjadinya kegagalan dalam investasi.
2. Saham yang dibeli melalui *right* lebih ringan syaratnya dibandingkan tanpa *right*. Dimana jika melalui *right*, dana yang disediakan oleh pembeli saham baru lebih kecil daripada tanpa *right*. Pemegang saham (*existing stockholders*) dapat membeli saham dengan harga lebih murah, jika menggunakan haknya (*right*) tersebut untuk membeli saham baru yang ditawarkan oleh perusahaan.
3. Pemegang saham yang ada (*existing stockholders*) dapat tetap memegang dan mempertahankan kendali atas perusahaan, dengan menggunakan *right* tersebut untuk membeli saham yang ditawarkan perusahaan.

Right issue banyak dipilih oleh perusahaan dalam menarik dana masyarakat, karena dipandang lebih murah dari penawaran umum. Tujuan perusahaan lainnya dalam melakukan *right issue* adalah untuk perluasan industri atau juga untuk pembayaran hutang. Disini *right issue* berperan sebagai fasilitator untuk memindah dana dari investor kepada emiten.

Ada beberapa keuntungan yang dapat diperoleh apabila perusahaan menggunakan alternatif pendanaan dengan *right issue* :¹⁵

1. Bagi perusahaan, mempunyai kemungkinan sahamnya diterima karena pemegang saham menilai perusahaan sudah berhasil baik.
2. Dengan penjualan melalui *right*, biaya penerbitan lebih kecil dari biaya penerbitan umum, sebab biaya untuk *underwriter* akan lebih murah karena tidak memerlukan banyak biaya untuk promosi maupun distribusi (pembelinya sudah jelas yaitu *existing stockholders*).
3. Adanya keuntungan dari penetapan harga rendah (*underpricing*), karena penawaran hak merupakan (*stock split*) sampai tingkat tertentu. Penurunan harga saham (karena pemecahan saham) menaikkan jumlah pemegang saham.

Karena adanya keuntungan tersebut maka beberapa perusahaan menggunakan alternatif *right issue* sebagai sumber dana bagi perusahaannya.

Hal-hal yang perlu dipertimbangkan apabila suatu perusahaan ingin melakukan *right issue*, yaitu:¹⁶

1. Besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan. Besarnya dana ini menjadi dasar menentukan berapa lembar saham yang akan ditawarkan melalui *right*

¹⁵ Prof. Dr. Ridwan S. Sundjaja dan Dra. Inge Barlian, Manajemen Keuangan (Jakarta: Prenhallindo, 2002), hal 316

¹⁶ A. Stephen Ross and Randolph W. Westerfield, Corporate Finance (New York: Mc Graw-Hill, 1998), hal 64

issue dan penentuan harganya, sehingga dapat ditentukan dana yang akan terkumpul.

2. Besarnya harga saham yang akan ditawarkan (*the subscription price*).

Umumnya harga saham baru yang ditawarkan akan lebih rendah daripada harga pasar saham. Pada saat itu pemegang saham lama tertarik untuk membeli saham tersebut. Harga saham ini berkaitan dengan perkiraan seberapa besar harga yang mau dibayar oleh pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang ditawarkan ini. Banyaknya saham baru yang ditawarkan sangat tergantung pada berapa banyak dana yang dibutuhkan dan berapa harga saham baru yang akan ditawarkan.

3. Berapa jumlah kupon (*right*) yang diperlukan untuk membeli 1 lembar saham baru yang ditawarkan dalam *right issue*. Jumlah *right* ini dapat ditentukan dengan melihat saham yang telah beredar dengan saham baru yang akan ditawarkan. Jumlah *right* ini akan sama dengan perbandingan antara jumlah saham yang ada dengan jumlah saham baru yang ditawarkan.

II.2.2. Proses *Right Issue*

Apabila sebuah perusahaan akan melakukan penambahan dana melalui penawaran umum saham dengan *right issue* atau HMETD, setiap pemegang saham (*existing shareholders*) wajib diberi Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD)

atas efek baru, yang sebanding dengan persentase kepemilikan mereka.¹⁷ Dalam proses penambahan saham perusahaan ini, perusahaan pada umumnya menggunakan jasa penjamin (*underwriter*) dalam penawaran sahamnya. *Underwriter* (penjamin emisi) adalah lembaga perantara emisi yang menjamin penjualan efek yang diterbitkan emiten. Penjamin emisi merupakan mediator yang mempertemukan emiten dan pemodal. Ia bertugas untuk meneliti dan mengadakan penilaian menyeluruh atas kemampuan dan prospek emiten. Khusus untuk emisi saham, penjamin juga turut serta dalam menentukan harga saham yang diemisikan. Penjamin emisi ini mempunyai tanggung jawab sesuai dengan jenis penjaminan emisinya:¹⁸

- a. Penjamin emisi dengan kesanggupan penuh (*full commitment*) dimana ia bertanggung jawab penuh terhadap efek yang diperjualbelikan, ia membeli semua efek yang tidak terjual.
- b. Penjamin emisi dengan kesanggupan terbaik (*best effort*) dimana ia hanya menjual dengan sebaik-baiknya namun ia dapat mengembalikan sisanya yang tidak terjual.
- c. Penjamin emisi dengan kesanggupan siaga (*standby commitment*) dimana ia dapat membeli efek yang tidak terjual dengan harga negosiasi.

Setelah perusahaan yang bersangkutan mendapatkan *underwriter*, perusahaan juga wajib mengadakan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk mempertimbangkan dan menyetujui penawaran yang dimaksud. Sebelum diadakan

¹⁷ www.bapepam.go.id, op. cit., no. 2.

¹⁸ Kamaruddin Ahmad, *Dasar-Dasar Manajemen Investasi* (Jakarta: Rineka Cipta, 1996), hal 27-28

RUPS untuk pembahasan penawaran saham melalui HMETD tersebut, perusahaan wajib mengumumkan informasi dan menyediakan prospektus bagi pemegang saham selambat-lambatnya 28 hari sebelum RUPS dilaksanakan.¹⁹ Prospektus ini berisi informasi penting mengenai hal-hal yang berkaitan dengan penawaran saham dengan HMETD tersebut. Informasi yang penting dari prospektus itu misalnya mengenai kinerja keuangan perusahaan, prospek dan resiko usaha, penggunaan dana hasil HMETD maupun tata cara pelaksanaan HMETD tersebut. Hasil pengungkapan informasi dalam prospektus ini merupakan fakta material atau kebenaran semua informasi yang harus dapat dipertanggungjawabkan oleh emiten dan penjamin pelaksana emisi perusahaan yang bersangkutan.

Setelah RUPS dan para pemegang saham menyetujui rencana yang diusulkan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana tambahan melalui *right issue* ini, maka barulah perusahaan dapat mengumumkan rencana *right issue* tersebut. Perusahaan wajib menyampaikan hasil RUPS selambat-lambatnya 2 (dua) hari kerja setelah rapat tersebut diselenggarakan kepada Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal), dan mengumumkannya kepada publik sekurang-kurangnya dalam 2 (dua) surat kabar berbahasa Indonesia, salah satunya berperedaran nasional.²⁰

Beberapa hal penting yang berkaitan dengan pelaksanaan *right issue* adalah:²¹

¹⁹ www.bapepam.go.id, op. cit., no. 6.

²⁰ www.bapepam.go.id, Peraturan Bapepam Nomor IX.I.1. Rencana dan Pelaksanaan Rapat Umum Pemegang Saham, no. 4.

²¹ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, op. cit., hal 134-135

- a. *Cum date* : Adalah tanggal terakhir seorang investor dapat meregistrasikan sahamnya untuk mendapatkan hak *corporate action*. Bila investor membeli saham pada saat *cum right* maka ia akan memperoleh saham yang masih memiliki hak atas bukti *right* yang akan segera didistribusikan.
- b. *Ex date* : Adalah tanggal dimana investor sudah tidak mempunyai hak lagi akan suatu *corporate action*. Bila investor membeli saham pada saat *ex date*, maka saham yang diperoleh sudah tidak berhak lagi atas *right*.
- c. Tanggal Daftar Pemegang Saham (*DPS date*) : adalah tanggal dimana daftar pemegang saham yang berhak atas suatu *corporate action* diumumkan.
- d. Tanggal Pelaksanaan atau Pengumuman (*announcement date*) dan akhir *right* : adalah tanggal periode *rights* tersebut dicatatkan di bursa dan kapan berakhirnya.
- e. *Allotment date* : adalah tanggal yang menentukan jatah investor yang mendapatkan *right* dan seberapa besar tambahan saham baru akibat *right issue*.
- f. *Listing date* : adalah tanggal dimana penambahan saham akibat *right* tersebut didaftarkan di bursa efek.
- g. Harga pelaksanaan : Merupakan harga pelaksanaan yang harus dibayar investor untuk mengkonversikan haknya dalam bentuk saham. Umumnya harga pelaksanaan *rights* ini di bawah harga saham yang berlaku. Hal ini dimungkinkan sebagai suatu daya tarik agar investor mau membelinya. *Rights*

itu sendiri mempunyai harga di pasar. Harga ini terbentuk dari penawaran dan permintaan yang terjadi di pasar.

II.2.3. Peraturan *Right Issue* di Indonesia

Right Issue di Indonesia biasa disebut dengan istilah Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). Peraturan mengenai HMETD ini diatur oleh Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal nomor Kep-26/PM/2003 Tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu pada nomor peraturan IX.D.1, IX.D.2, dan IX.D.3. Ketiga peraturan ini berisi mengenai :

- Peraturan Nomor IX.D.1. Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (Lampiran I)
- Peraturan Nomor IX.D.2. Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (Lampiran II)
- Peraturan Nomor IX.D.3. Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (Lampiran III)

Setiap perusahaan yang akan melakukan penambahan dana melalui *right issue* ini wajib mengajukan pernyataan pendaftaran dan dokumen pendukungnya kepada Bapepam dalam bentuk serta mencakup informasi yang ditetapkan untuk penawaran umum dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, sesuai dengan Peraturan Nomor IX.D.2 selambat-lambatnya 28 hari sebelum RUPS.²²

²² www.bapepam.go.id, Peraturan Bapepam, Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-26/PM/2003, Nomor IX.D.1. Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, no. 6.

II.3. Efisiensi Pasar

Kunci utama untuk mengukur pasar modal yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Dalam bidang teori investasi, pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Efisiensi dalam artian ini sering disebut sebagai efisiensi secara informasi (*informationally efficient market*).²²

Secara teoritis terdapat 3 tingkat efisiensi pasar yang dapat mencerminkan hubungan antara informasi dengan harga saham, yaitu:²³

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang, sehingga investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang ada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa informasi yang diumumkan

²² Jogiyanto, op. cit., hal. 370-371.

²³ Ibid, hal. 371-375.

oleh perusahaan emiten yang berhubungan dengan *corporate event* maupun informasi mengenai peraturan yang dikeluarkan oleh regulator atau lembaga pemerintah yang berdampak langsung kepada perusahaan emiten.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Sehingga dalam hal ini tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal karena memiliki informasi privat.

Membahas pasar efisien, pasti menimbulkan pertanyaan mengapa harus ada konsep pasar efisien dan mungkinkah pasar efisien ada dalam kehidupan nyata. Pasar yang efisien ini dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut ini:²⁴

1. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh banyak investor yang menentukan *demand* dan *supply*. Hal seperti ini dapat terjadi jika pelaku-pelaku pasar terdiri dari sejumlah besar institusi-institusi dan individual-individual rasional yang mampu mengartikan dan menginterpretasikan informasi dengan baik. Hal tersebut dapat digunakan

²⁴ Jogiyanto, op. cit., hal. 393-394.

untuk menganalisis, menilai dan melakukan transaksi penjualan atau pembelian sekuritas yang bersangkutan.

2. Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah. Umumnya pelaku pasar menerima informasi lewat radio, koran atau media massa lainnya, sehingga informasi tersebut dapat diterima pada saat yang bersamaan. Untuk pasar yang efisien, harga dari informasi tersebut juga sangat murah untuk diperoleh publik. Umumnya pelaku pasar dapat memperoleh informasi tersebut melalui surat kabar atau majalah bisnis dengan hanya membeli surat kabar atau majalah tersebut. Bahkan informasi tersebut dapat diperoleh secara cuma-cuma oleh pelaku pasar dengan mendengarkan lewat radio atau menjadi pemirsa televisi.
3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan yang lainnya. Informasi dihasilkan secara *random* mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individu-individu yang mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

Studi peristiwa (*event study*) dalam penelitian ini dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

II.4. Reaksi Pasar dan Kandungan Informasi

Right issue adalah salah satu jenis *corporate action* yang biasanya dilakukan oleh perusahaan *go public* untuk memperoleh tambahan dana. *Corporate action* itu sendiri terdiri dari *right issue*, *stock split*, saham bonus maupun pembagian dividen saham. *Corporate action* yang dilakukan oleh emiten akan berpengaruh terhadap jumlah saham yang beredar, komposisi kepemilikan saham, jumlah saham yang akan dipegang pemegang saham, serta berpengaruh terhadap pergerakan harga saham.²⁵ Oleh sebab itu investor biasanya akan menentukan langkah antisipasi yang tepat untuk bertransaksi di pasar modal, dan hal ini menimbulkan ekspektasi investor yang berbeda-beda dalam menanggapi informasi yang dipublikasikan pada saat *corporate action* tersebut.

Dalam proses untuk penawaran umum terbatas dengan melakukan *right issue*, setiap perusahaan mempublikasikan prospektus penawaran yang berisi informasi keuangan, penggunaan dana maupun prospek perusahaan dimasa yang akan datang serta informasi lainnya untuk menarik publik melakukan pembelian. Apabila penggunaan dana hasil *right issue* digunakan untuk perluasan investasi, maka ini dianggap sebagai *good news* bagi investor karena dapat memberikan keuntungan di

²⁵ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, op. cit., hal 124

masa yang akan datang sehingga akan menyebabkan *abnormal return* menjadi positif. Akan tetapi jika pengumpulan dana hasil *right issue* ini digunakan untuk menutupi biaya – biaya perusahaan yang kian membengkak atau bahkan untuk membayar hutang perusahaan maka ini dianggap sebagai *bad news* bagi investor dan akan menyebabkan *abnormal return* menjadi negatif. Sebab investor akan menilai bahwa manajemen kurang mampu untuk menghasilkan laba dan arus kas yang bagus di masa yang akan datang. Sehingga tidak mengherankan apabila harga saham sesudah *right issue* akan mengalami penurunan.²⁶ Oleh karena itu maka investor akan mempertimbangkan *right issue* sebagai suatu informasi yang bernilai dan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi di pasar modal. Informasi yang ada ini dapat mempengaruhi keputusan investor bertransaksi di pasar modal dan mempengaruhi pergerakan harga saham

Investor atau pemegang saham perusahaan yang akan melakukan transaksi di pasar modal akan selalu berhadapan dengan risiko yang muncul karena adanya faktor ketidakpastian. Investor harus dapat menganalisis setiap peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan (*corporate event*) yang dipublikasikan secara umum di pasar modal. Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Peristiwa yang mempunyai kandungan informasi akan menyebabkan reaksi pasar. Reaksi pasar dapat diukur dengan *abnormal return* yang digunakan

²⁶ Puji Harto, "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan *Right Issue* di Indonesia," Makalah pada Simposium Nasional Akuntansi IV, Bandung, 30-31 Agustus 2001, hal. 308.

untuk menguji reaksi pasar terhadap peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan (*corporate action*) yang dipublikasikan melalui pengumuman.²⁷

II.5. *Abnormal Return*

Apabila suatu pengumuman yang dipublikasikan di pasar modal mengandung informasi, maka akan terjadi reaksi pasar. Reaksi pasar ini dapat tercermin melalui adanya perubahan harga saham. Reaksi pasar yang terjadi tersebut dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* adalah kelebihan dari *return* realisasi terhadap *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan oleh investor.

Menurut Jogiyanto (2000), efisiensi pasar diuji dengan melihat *abnormal return* yang terjadi, pasar dikatakan tidak efisiensi jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati *return* yang tidak normal (*abnormal return*) dalam jangka waktu yang cukup lama.

Ada 2 jenis *abnormal return* yaitu *abnormal return* positif dan *abnormal return* negatif. *Abnormal return* positif biasanya digunakan untuk menunjukkan adanya sinyal positif atau kabar baik dari suatu pengumuman (*corporate action*). *Abnormal return* positif ini terjadi bila *return* realisasinya lebih besar daripada *return* yang diharapkan sedangkan *abnormal return* negatif terjadi jika *return* realisasi lebih kecil daripada *return* yang diharapkan. *Abnormal return* negatif digunakan untuk menunjukkan adanya sinyal negatif atau kabar buruk dari suatu pengumuman.

²⁷ Jogiyanto, op. cit., hal. 410.

Untuk dapat menghitung besarnya *abnormal return* harus dilakukan estimasi terhadap *return* ekspektasi. Ada beberapa model untuk melakukan estimasi terhadap *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor) yaitu:²⁸

a) *Mean adjusted model* (model disesuaikan rata-rata)

Model ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi, dengan rumusan sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t1}^{t2} R_{i,j}}{T}$$

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode jendela ke-t

$R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari $t1$ sampai dengan $t2$

Periode estimasi pada umumnya merupakan periode sebelum periode jendela (periode pengamatan).

b) *Market model*

Perhitungan *return* ekspektasi dengan model ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat

²⁸ Jogiyanto, op. cit., hal 434-446

dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mj} + \varepsilon_{i,j}$$

$R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = *intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

R_{Mj} = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan rumus $R_{Mj} = (IHSG_j - IHSG_{j-1}) / IHSG_{j-1}$ dengan IHSG adalah Indeks Harga Saham Gabungan

$\varepsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

c) *Market-adjusted model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

AR_{it} = *Abnormal Return* saham i pada tanggal t

R_{it} = *Actual Return* saham i pada tanggal i

R_{mt} = *Expected Return* saham pada tanggal t

II.6. Telaah Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian tentang *right issue* telah lama dilakukan sebagai bagian dari *corporate event*. Berbagai studi empiris telah dilakukan untuk menguji keberadaan informasi yang mempengaruhi investor dalam bereaksi di pasar modal. *Scholes* (1972) dalam Zaki Baridwan dan Arif Budiarto (1999), mencoba menguji perusahaan yang melakukan *right issue* dengan menggunakan *event study*. Dengan 66 sampel perusahaan di New York Stock Exchange tahun 1926 sampai 1966 dia menemukan bukti bahwa *abnormal return* mencapai 0,3 persen dalam bulan sebelum tanggal pengumuman dan satu bulan setelah tanggal pengumuman tidak ditemukan lagi adanya *abnormal return*.

Penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Smith (1977) dengan melakukan pengujian terhadap 853 sampel perusahaan yang melakukan *right issue* di NYSE pada tahun 1926 sampai 1975. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa *abnormal return* satu tahun sebelum pengumuman *right issue* mencapai 8 sampai 9 persen dan tidak ada *abnormal return* satu tahun sesudahnya. Selain itu penurunan harga saham hanya mencapai 1,4 persen dalam waktu dua bulan, dan sesudah itu posisi harga saham naik kembali ke posisi semula.

Setelah itu penelitian dilakukan oleh G. M. Hanantijo dan Sukmawati S. dengan menguji 18 perusahaan dari 92 perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta mulai tahun 1996 sampai tahun 1998. Mereka menemukan bukti bahwa pada saat perusahaan-perusahaan di BEJ belum melakukan *right issue* ternyata

return saham sebelum perusahaan melakukan *right issue* secara signifikan mengalami peningkatan dari 0,007252 menjadi 1,088075.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Arief Budiarto dan Zaki Baridwan dimuat dalam Jurnal Riset Akuntansi Indonesia edisi Januari 1999 dengan judul "Pengaruh Pengumuman *Right Issue* Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di BEJ Periode 1994-1996". Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah pengumuman *right issue* yang dipublikasikan akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor. Ada tidaknya pengaruh akan dilihat dari perubahan harga dan volume perdagangan saham diseperti tanggal pengumuman. Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah 50 saham-saham perusahaan yang melakukan *right issue* selama tahun 1994 sampai 1996. Sumber data penelitian diperoleh dari *fact book*, *database* BEJ, *JSX statistic* dan *Indonesian Capital Market Directory*. Penelitian tersebut memperoleh beberapa temuan empiris. Hasil analisis statistik menemukan bahwa rata-rata *return* pada tanggal pengumuman berbeda secara signifikan dengan rata-rata *return* sebelum tanggal pengumuman. Pengujian terhadap rata-rata *abnormal return* menghasilkan temuan bahwa rata-rata *abnormal return* pada tanggal pengumuman tidak berbeda secara signifikan dengan rata-rata *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman. Demikian juga untuk perbandingan dengan hari sesudah tanggal pengumuman menghasilkan kesimpulan yang sama. Hasil pengujian terhadap volume perdagangan saham yang diukur dengan *trading volume activity* (TVA) membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman. Secara keseluruhan hasil analisis

pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di BEJ periode 1994-1996 menghasilkan bukti yang tidak mendukung teori yang melandasinya.

Pengumuman *right issue* mendapat reaksi dari pasar yang tercermin dengan adanya perubahan harga saham. Investor mendapat informasi dari prospektus yang diterbitkan oleh perusahaan yang mengakibatkan investor merespon adanya informasi tersebut. Di dalam prospektus tersebut, emiten menjelaskan penggunaan dana dari *right issue* serta menjelaskan perkembangan perusahaan hingga prospeknya di masa yang akan datang. Apabila penggunaan dana hasil *right issue* memberikan sinyal yang positif (*good news*), misalnya untuk perluasan usaha, maka hal ini dimungkinkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan di masa yang akan datang, sehingga investor akan berekspektasi yang menimbulkan *abnormal return* menjadi positif. Sinyal negatif (*bad news*) akan terjadi apabila penggunaan dana hasil dari *right issue* digunakan untuk menutup biaya-biaya perusahaan atau bahkan untuk membayar hutang perusahaan yang jatuh tempo, maka hal ini akan menyebabkan *abnormal return* menjadi negatif. Dengan demikian akan mungkin terjadi perbedaan *abnormal return* saham di seputar tanggal pengumuman *right issue*.

Penelitian mengenai *right issue* dalam pasar modal di Indonesia telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya. Beberapa penelitian mengenai *right issue* dapat dilihat dalam tabel II.1 berikut.

Tabel II.1.
Penelitian Mengenai Right Issue di Pasar Modal Indonesia

No	Penulis/Tahun	Topik	Hasil
1.	Zaki Baridwan & Arif Budiarto/1999	a. Menguji <i>return</i> dan <i>abnormal return</i> saham 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman. b. Menguji tingkat likuiditas saham 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman.	a. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan <i>return</i> saham 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman. b. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan volume perdagangan saham 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman.
2.	Ninik Kurniasari dan B. Linggar Yekti Nugraheni/2003	a. Menguji reaksi pasar pada saat <i>ex-date</i> .	a. Adanya penurunan harga saham akibat peristiwa <i>right issue</i> pada saat <i>ex-date</i>. b. Respon pasar secara negatif tidak signifikan pada periode 5 hari sebelum dan sesudah <i>ex-date</i>.

Tabel II.1.

Penelitian Mengenai Right Issue di Pasar Modal Indonesia (Lanjutan)

No	Penulis/Tahun	Topik	Hasil
3.	Prima Yusri Sari, Simposium Nasional Akuntansi 2001.	a. Menguji reaksi harga saham setelah <i>cum date</i>. b. Menguji pengaruh <i>spread</i> terhadap <i>return</i> saham setelah <i>cum date</i>. c. Menguji pengaruh ratio lembar saham terhadap <i>return</i> saham setelah <i>cum date</i>. d. Menguji pengaruh harga pemesanan saham dengan diskon terhadap <i>return</i> saham setelah <i>cum date</i>.	a. Secara kumulatif pasar memberikan respon yang negatif setelah <i>cum date</i>. b. <i>Spread</i> mempunyai hubungan yang positif dengan <i>return</i> saham setelah <i>cum date</i>. c. Adanya hubungan positif yang tidak signifikan antara <i>ratio</i> jumlah lembar saham baru yang diterbitkan dengan jumlah lembar saham lama terhadap <i>return</i> saham setelah <i>cum date</i>. d. Adanya hubungan negatif antara harga pemesanan dengan diskon terhadap <i>return</i> saham setelah <i>cum date</i>.

Tabel II.1.
Penelitian Mengenai Right Issue di Pasar Modal Indonesia (Lanjutan)

No	Penulis/Tahun	Topik	Hasil
4.	Yosi Dian Eko Prasetyo/2005	a. Menguji adanya reaksi pasar di seputar tanggal pengumuman <i>right issue</i>.	

Berdasarkan kerangka pemikiran dan hasil penelitian terdahulu yang sudah dikemukakan di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ha : Pasar bereaksi secara signifikan terhadap pengumuman *right issue* di seputar tanggal pengumuman *right issue*.