

**UJI EFEK PENGUMUMAN *RIGHTS OFFERINGS/RIGHTS ISSUE*
PADA PASAR SAHAM INDONESIA
PERIODE 2012-2016**

Dicky Markus Angkasajaya, Putu Anom Mahadwartha, Endang Ernawati

Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika
dickyma43@gmail.com

Abstrak - Tujuan dari penelitian ini adalah menguji bagaimana investor akan bertindak terhadap pengumuman *rights offerings* (pada rapat umum pemegang saham luar biasa). Penelitian ini menggunakan data dari perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan telah melakukan *rights offerings* pada periode 2012-2016. Penelitian ini menggunakan metodologi *event study* untuk mengamati apakah terdapat *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* pada periode sekitar pengumuman *rights offerings/rights issue* (pada rapat umum pemegang saham luar biasa). Penelitian ini menemukan bahwa terdapat *abnormal return* yang terjadi pada sekitar pengumuman *rights offerings* (t-1 untuk emiten yang melakukan *rights offerings* dengan harga diskon dan t+3 untuk emiten yang melakukan *rights offerings* dengan harga premium). Kedua jenis penawaran umum terbatas tersebut membuat para investor memberikan respon yang positif. Penelitian ini juga menemukan bahwa terdapat *cumulative abnormal return* pada periode t-3 hingga t+3 dan para investor dapat diuntungkan dengan membeli saham yang akan melakukan *rights offerings/rights issue* pada periode tiga hari sebelum pengumuman dan menjualnya pada tiga hari setelah pengumuman *rights offerings* tersebut.

Kata Kunci: *rights offerings, event study, abnormal return, cumulative abnormal return.*

Abstract - *The purpose of this study is to examine how the market will react to rights offerings/rights issue announcement day (at extraordinary general meeting). This study used the company data listed on Indonesian Stock Exchange (BEI) from period 2012-*

2016 who has held rights offerings/rights issue. This study uses event study methodology to observe the abnormal return and cumulative abnormal return that occurred around the rights offerings/rights issue announcement day (at extraordinary general meeting). This study found that abnormal return would occur surrounding the announcement date ($t-1$ for discounted rights offerings and $t+3$ for premium rights offerings). Both types of offerings show that investors will give a positive reaction about the rights offerings. This study also found that cumulative abnormal return would occur around the announcement date ($t-3$ to $t+3$) and investors will be benefited if they buy that stock at three days before and sell it at three days after rights offerings announcement.

Keywords: rights offerings, event study, abnormal return, cumulative abnormal return

PENDAHULUAN

Para ekonom yang mendalami bidang keuangan telah lama berargumen bahwa *right issue* merupakan salah satu cara yang menarik untuk menambah modal perusahaan. Baik *public offerings* maupun *private placement*, biasanya dijual kepada para investor dengan harga diskon, dimana diskon ini merupakan biaya yang harus dibayar oleh pemegang saham lama. Brealey *et al.* (2004, p. 390) menjelaskan bahwa “biaya ini dapat dihindari sepenuhnya dengan menggunakan *right issue*.” Pernyataan tersebut juga diperkuat dengan pendapat Berk *et al.* (2012, p. 430) yang menyatakan bahwa “*rights offerings* melindungi pemegang saham lama dari *underpricing*.”

Penelitian Smith (1977) mendokumentasikan bahwa biaya langsung dari *rights offerings* lebih rendah jika dibandingkan dengan *public offerings* maupun *private placements*. Para ekonom menyebut *rights offerings* sebagai suatu *puzzle* karena metode *rights offerings* ini jarang digunakan oleh perusahaan untuk menambah modal perusahaan. Secara logika sederhana, semua pemegang saham harusnya mengeksekusi *rights* yang mereka terima dan membeli saham baru yang ditawarkan. Meskipun demikian, Ross *et al.* (2010, p. 637) melaporkan bahwa “hanya sebagian kecil dari pemegang saham (kurang dari 10%) yang tidak menebus saham baru tersebut.” Hal ini

tentunya menjadi tantangan bagi para peneliti lain untuk melakukan penelitian tentang kebenaran hal tersebut.

Di lain sisi, Wu *et al.* (2005) menguji dampak dari *rights issue* dan *private placements* dan memiliki hasil yang sama dengan D'Mello *et al.* (2003) dan Iqbal (2008) yang menyatakan bahwa adanya respon negatif pasar akibat pengumuman *rights issue* maupun *private placements*. D'Mello *et al.* (2003) mengatakan bahwa meskipun sama-sama memiliki *return* yang negatif, tetapi *rights issue* memberikan respon negatif yang lebih kecil dibandingkan dengan *private placements*. Berdasarkan penelitian yang telah dirincikan diatas, tentu saja akan menjadi hal yang menarik untuk mengetahui apakah ada efek yang ditimbulkan dari pengumuman *rights offerings/rights issue* terhadap *return* saham pada periode tertentu. Topik ini berkaitan erat dengan perilaku investor dimana perilaku investor menentukan *stock return* yang nantinya akan didapatkan pada periode *rights offerings/rights issue*. *Stock return* yang berlebihan atau berkekurangan inilah yang nantinya disebut sebagai *abnormal return*.

Lee *et al.* (2013) yang mencoba melakukan penelitian apakah pengumuman *rights offerings/rights issue* mengakibatkan investor memberikan respon yang positif atau negatif pada HKEX (*Hong Kong Stock Exchange*) dan menemukan bahwa investor memberikan respon negatif yang signifikan pada hari pengumuman dan satu hari sesudah pengumuman *rights offerings/rights issue* tersebut, sedangkan satu hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* memberikan respon positif yang signifikan.

Holderness dan Pontiff (2016) menemukan bahwa tidak ada perubahan pada *return* saham pada saat satu hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* hingga satu hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue*. Sedangkan untuk 2 hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* hingga 2 hari setelah pengumuman maupun tiga hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* hingga tiga hari setelahnya, investor memberikan respon negatif insignifikan.

Kendirli dan Elmali (2016) melakukan penelitian tentang dampak dari pengumuman *rights offerings/rights issue* pada *return* saham yang dianalisa. Penelitian ini dilakukan di *Istanbul Stock Exchange*. Penelitian ini menemukan bahwa sama sekali tidak ada *abnormal return* yang signifikan baik pada periode 20 hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* maupun 20 hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* tersebut. Selain itu, Kendirli dan Elmali (2016) juga melakukan penelitian tentang *cumulative abnormal return* dan menemukan hasil negatif signifikan pada periode mulai dari pengumuman *rights offerings/rights issue* hingga sepuluh hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* dan hasil yang negatif insignifikan pada periode satu hari sebelum hingga satu hari setelah pengumuman *rights issue/rights offerings* tersebut.

Liu *et al.* (2016) mengemukakan bahwa dalam penelitiannya terbukti bahwa ada *abnormal return* yang terjadi pada saham yang melakukan *rights offerings/rights issue*. Liu *et al.* menemukan hasil yang negatif signifikan pada periode satu, dua, dan tiga hari sebelum hari pengumuman, pada hari pengumuman, dan satu, dua, maupun tiga hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* tersebut. Selain itu, Liu *et al.* juga menemukan hasil yang negatif signifikan pada *cumulative abnormal return* untuk periode dua puluh hari sebelum hingga satu hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue*, dan *cumulative abnormal return* yang negatif insignifikan pada periode satu hari sebelum hingga satu hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* tersebut.

Berdasarkan keempat penelitian yang telah dikemukakan sebelumnya, terdapat permasalahan di mana temuan penelitian antara satu dengan yang lainnya memiliki kesenjangan temuan (*research gap*). Penelitian yang dilakukan oleh Lee *et al.* (2013) dan Liu *et al.* menyatakan bahwa *return* harian saham di Hong Kong maupun di China akan menjadi negatif signifikan pada hari pengumuman *rights offerings/rights issue* dan satu hari setelahnya. Hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Kendirli dan Elmali (2016) yang menemukan bahwa *return* harian saham di Istanbul akan menjadi negatif insignifikan pada hari pengumuman *rights offerings/rights issue* dan

satu hari setelahnya. Lee *et al.* (2013) menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif signifikan pada satu hari sebelum pengumuman *rights issue/rights offerings*, sedangkan Liu *et al.* (2016) menyatakan bahwa return yang negatif signifikan terjadi pada hari tersebut. Perbedaan lainnya juga terjadi pada penemuan *abnormal return* pada dua dan tiga hari setelah pengumuman di mana Liu *et al.* (2016) menemukan adanya *abnormal return* yang negatif signifikan sedangkan Kendirli dan Selcuk (2016) beserta Lee *et al.* (2013) menemukan tidak adanya *abnormal return* pada periode tersebut. Selain itu, terdapat perbedaan pula pada *cumulative abnormal return* dimana Lee *et al.* (2013) menemukan bahwa ada efek negatif signifikan dari *cumulative abnormal return* pada satu hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* hingga satu hari setelahnya, sedangkan Holderness dan Pontiff (2016) beserta Kendirli dan Elmali (2016) menyatakan bahwa adanya efek yang negatif insignifikan pada *cumulative abnormal return* saham dimulai dari satu hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* hingga satu hari setelahnya.

Berdasarkan latar belakang masalah, identifikasi masalah, dan batasan masalah yang telah dijelaskan, maka permasalahan yang akan dibahas pada penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut: (1) Apakah terdapat *abnormal return* untuk semua saham di BEI pada sekitar periode pengumuman *rights offerings/rights issue* (baik pada saham yang melakukan *rights offerings/rights issue* dengan *exercise price* di bawah maupun di atas *current price*)? dan (2) Apakah terdapat *cumulative abnormal return* untuk semua saham di BEI pada periode antara 20 hari sebelum hingga 20 hari sesudah pengumuman *rights offerings/rights issue* (baik pada saham yang melakukan *rights offerings/rights issue* dengan *exercise price* di bawah maupun di atas *current price*)?

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk: (1) Mengetahui efek pengumuman *rights offerings/rights issue* pada *abnormal return* pada periode sekitar pengumuman *rights offerings/rights issue* (pada emiten dengan *exercise price* di bawah maupun di atas *current price*) dan (2) Mengetahui efek pengumuman *rights offerings/rights issue* pada *cumulative abnormal return* saham pada periode antara ± 20

hari terhadap pengumuman *rights issue/rights offerings* (pada emiten dengan *exercise price* di bawah maupun di atas *current price*).

TELAAH PUSTAKA

Ada beberapa teori yang dapat digunakan sebagai acuan berpikir untuk mendalami fenomena *rights offerings* tersebut. Teori yang digunakan yaitu *signaling theory*, *agent-principal theory*, dan *efficient market hypothesis*.

Spense (1973) mengatakan bahwa *informational assymetry* merupakan perbedaan informasi yang dimiliki oleh investor dengan informasi yang dimiliki manajer. Sehingga, sesuai dengan *signaling theory*, manajer biasanya memberikan sinyal kepada investor mengenai keadaan perusahaan dengan melakukan berbagai *corporate action*. *Rights offerings* memberikan informasi tentang masa depan perusahaan, seperti prospek pertumbuhan maupun proyek apa yang akan dilakukan perusahaan sehingga membutuhkan tambahan dana.

Pada *agent-principal theory*, Mitnick (2006) menyatakan bahwa tidak semua aktivitas yang dilakukan manajer sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, biasanya terjadi konflik antara manajer dengan pemegang saham. Konflik ini menimbulkan biaya bagi pemegang saham. Dengan adanya *rights offerings*, maka *cash* perusahaan semakin banyak sehingga lebih mudah disalahgunakan manajer untuk kepentingan mereka sendiri.

Efficient market hypothesis dikemukakan oleh Fama (1970) dimana terdapat asumsi pasar modal yang ideal seperti: (1) Pasar modal selalu sempurna, (2) Semua partisipan pasar modal memiliki ekspektasi yang sama, (3) Semua partisipan pasar modal berukuran *atomistic*, (4) Program investasi perusahaan diketahui semua orang, dan (5) Pendanaan perusahaan selalu tetap. Bentuk pasar dapat dibagi menjadi 3 jenis, yaitu (1) *Weak-form efficiency* (merupakan bentuk pasar yang mencerminkan bahwa harga saham telah merefleksikan semua informasi masa lalu), (2) *Semi-strong-form efficiency* (merupakan bentuk pasar yang mencerminkan bahwa harga saham telah merefleksikan semua informasi masa lalu, dan informasi yang dapat didapatkan oleh

publik), dan (3) *Strong-form efficiency* (merupakan bentuk pasar yang mencerminkan bahwa harga saham telah merefleksikan semua informasi baik informasi publik maupun privat). .

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan adalah *basic research* dengan menggunakan metode konklusif-deskriptif. Penelitian ini akan memberikan kesimpulan tentang hipotesis yang telah dibuat dimana penelitian ini akan memberikan gambaran tentang fenomena *abnormal return* yang terjadi pada periode disekitar pengumuman *rights offerings/rights issue* pada bursa saham di Indonesia (IHSG).

Dalam penelitian ini, digunakan 2 variabel, yaitu *abnormal return* yang merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return* pada periode *event window* (t-20 hingga t+20) untuk semua saham yang terdaftar di BEI yang pernah melakukan *rights offerings/rights issue* dan *cumulative abnormal return* merupakan penjumlahan dari *abnormal return* pada periode tertentu (t-1 hingga t+1, t-3 hingga t+3, t-20 hingga t-1, t+1 hingga t+20, dan t-20 hingga t+20) untuk semua saham yang terdaftar di BEI yang pernah melakukan *rights offerings/rights issue*.

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang bersumber dari data historis *adjusted closing price* saham-saham di pasar saham Indonesia (Bursa Efek Indonesia). Data historis *adjusted closing price* saham harian untuk pasar Indonesia diperoleh dari *website* Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com>). Aras pengukuran yang digunakan adalah aras rasio karena data pengukuran yang didapatkan bisa dibedakan, diurutkan, maupun memiliki jarak tertentu, dan bisa dibandingkan antara satu data dengan data lainnya.

Periode pada penelitian ini dapat dibedakan menjadi dua bagian yaitu periode estimasi dan *event window*. Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini selama satu tahun untuk mengetahui rata-rata *return* harian yang akan dibandingkan dengan rata-rata *return* selama *event window*. *Event* yang diteliti adalah *event* pada periode sekitar pengumuman *rights offerings/rights issue* (t-20 hingga t+20),

sedangkan untuk mengukur *cumulative abnormal return*, *event window* yang digunakan adalah periode t-1 hingga t+1, t-3 hingga t+3, t-20 hingga t-1, t+1 hingga t+20, dan t-20 hingga t+20.

Langkah-langkah yang diperlukan untuk memperoleh *abnormal return* adalah: (1) Pengukuran *actual return* untuk tiap saham, (2) Pengukuran *market return*, (3) Pengukuran *expected return* tiap saham, (4) Pengukuran *abnormal return* tiap saham, (5) Pengukuran *cumulative abnormal return* tiap saham.

1. Pengukuran Actual Return Setiap Saham

Menghitung berapa besar *return* dari pasar modal di Indonesia. Perhitungan ini dilakukan pada Bursa Efek Indonesia dengan kode indeks IHSG atau JKSE dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$Stock\ Return = \ln\left(\frac{Price\ t}{Price\ t-1}\right) \dots\dots\dots(1)$$

2. Pengukuran Market Return

Menghitung berapa besar *return* dari pasar modal di Indonesia. Perhitungan ini dilakukan pada Bursa Efek Indonesia dengan kode indeks IHSG atau JKSE dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$Market\ Return = \ln\left(\frac{Indeks\ t}{Indeks\ t-1}\right) \dots\dots\dots(2)$$

3. Pengukuran Expected Return Setiap Saham

Menghitung *expected return* dari masing – masing saham dengan menggunakan *Single Index Model* yaitu dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$Expected\ Return = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m \dots\dots\dots(3)$$

- E(R_i,t) = *expected return* saham i pada periode estimasi ke-t
- α_i = nilai ekspektasi dari *return* saham yang independen terhadap *return* pasar
- β_i = koefisien yang mengukur perubahan *return* saham i akibat perubahan *return* pasar
- R_m = *rate of return* pasar pada hari ke t

4. Pengukuran *Abnormal Return*

Menghitung berapa besar *abnormal return* pada setiap saham di Bursa Efek Indonesia dengan melihat selisih antara *return* aktual dengan *expected return* yaitu dengan menggunakan formula sebagai berikut:

$$AR = Actual Return - Expected Return \dots \dots \dots (4)$$

5. Pengukuran *Cumulative Abnormal Return*

Menghitung *cumulative abnormal return* masing – masing saham yang menjadi sampel penelitian secara harian selama *event window* yang telah ditentukan dengan menggunakan formula:

$$CAR_{i,t1,t2} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{i,t} \dots \dots \dots (5)$$

Pengolahan data dilakukan dengan runtutan sebagai berikut: (1) Uji normalitas -digunakan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal yang merupakan salah satu syarat uji statistik parametrik. Uji normalitas ini dilakukan dengan uji Jarque Bera-, (2) Analisis deskriptif -analisis ini digunakan untuk mengelola, menyajikan, dan membuat keputusan. Data yang diambil adalah rata-rata, nilai maksimal, dan nilai minimalnya-, (3) Uji parametrik: *one sample 2-tailed t-test* -Uji ini mengestimasi apakah ada perbedaan *mean* dari *abnormal retrun* dan *cumulative abnormal return*-, dan (4) Uji parametrik: *independent sample t-test* -Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan reaksi investor antara *rights offerings/rights issue* yang dilakukan dengan *exercise price <current price* maupun *exercise price >current price*.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 1 menggambarkan statistik deskriptif dari perhitungan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* untuk masing-masing emiten pada *event period*. Nilai *abnormal return* terbesar terletak pada enam hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* dengan tingkat *abnormal return* sebesar +53,17% dan nilai terkecilnya terletak pada tiga belas hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* yaitu sebesar -32,09%. Untuk *cumulative abnormal return* terbesar terletak pada periode dua puluh hari sebelum hingga dua puluh hari sesudah pengumuman *rights offerings/rights issue* dengan tingkat *cumulative abnormal return* sebesar +158%,

sedangkan nilai terkecilnya juga terletak pada periode dua puluh hari sebelum hingga dua puluh hari sesudah pengumuman *rights offerings/rights issue*, yaitu sebesar -79,51%.

Jika dilihat dari rata-rata *abnormal return*, maka nilai rata-rata *abnormal return* terbesar terjadi pada satu hari sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* tersebut dengan tingkat *abnormal return* sebesar +1,51% dan nilai terkecil terletak pada sepuluh hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* dengan tingkat *abnormal return* sebesar -2,94%.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel
Abnormal Return & Cumulative Abnormal Return

Variabel	Mean	Max	Min	Variabel	Mean	Max	Min
AR t-20	-0.00317	0.214717	-0.11455	AR t+3	0.014833	0.295938	-0.11499
AR t-19	0.003187	0.198581	-0.11183	AR t+4	0.006836	0.223571	-0.28809
AR t-18	0.000663	0.221151	-0.09737	AR t+5	0.006019	0.215873	-0.17493
AR t-17	-0.00165	0.205364	-0.10519	AR t+6	0.005738	0.531667	-0.2
AR t-16	-0.00227	0.221668	-0.21127	AR t+7	0.002838	0.300828	-0.10214
AR t-15	-0.00425	0.10597	-0.17129	AR t+8	0.005026	0.298447	-0.11267
AR t-14	0.002852	0.288749	-0.13449	AR t+9	0.005262	0.305113	-0.16564
AR t-13	-0.00335	0.290693	-0.29694	AR t+10	-0.02941	0.117229	-0.28679
AR t-12	0.002419	0.188435	-0.20942	AR t+11	-0.01422	0.103386	-0.27495
AR t-11	0.001738	0.20697	-0.09885	AR t+12	-0.00962	0.130239	-0.16835
AR t-10	0.003123	0.219984	-0.0977	AR t+13	-0.00502	0.290335	-0.32094
AR t-9	0.000743	0.111599	-0.24537	AR t+14	-0.00994	0.226725	-0.28815
AR t-8	-0.00917	0.215805	-0.17931	AR t+15	0.007112	0.299275	-0.22392
AR t-7	0.001376	0.179469	-0.08524	AR t+16	-0.00361	0.196466	-0.16901
AR t-6	0.006838	0.297155	-0.14488	AR t+17	-0.00315	0.299263	-0.25527
AR t-5	0.001164	0.2063	-0.14979	AR t+18	0.008774	0.27367	-0.10607
AR t-4	-0.00058	0.222385	-0.15803	AR t+19	0.003055	0.223576	-0.2607
AR t-3	0.003635	0.22149	-0.1196	AR t+20	0.002414	0.221852	-0.14233
AR t-2	0.002487	0.168438	-0.09836	CAR (t-1,t+1)	0.00917	0.526081	-0.25564
AR t-1	0.015106	0.221232	-0.05955	CAR (t-3,t+3)	0.040138	0.836238	-0.41549
AR t0	-0.00174	0.233168	-0.17697	CAR (t-20,t-1)	0.020906	0.501318	-0.36173
AR t+1	-0.00419	0.183197	-0.21178	CAR (t+1,t+20)	-0.00123	1.198713	-0.60856
AR t+2	0.010014	0.294027	-0.24134	CAR (t-20,t+20)	0.017935	1.57993	-0.79509

Tabel 2 dan 3 akan menggambarkan hasil temuan dengan menggunakan metode uji *one sample t-test* untuk masing-masing sampel, yaitu ketika *rights offerings/rights issue* dilakukan dengan *exercise price < current price* dan *exercise price > current price*.

Tabel 2
Uji One Sample t-test (Exercise Price < Current Price)

Variabel	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Variabel	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
AR t-20	-1.201		-.0046715	AR t+3	.955		.0065794
AR t-19	-.122		-.0004178	AR t+4	.823		.0076221
AR t-18	-.095		-.0006006	AR t+5	1.280		.0090302
AR t-17	-.654		-.0032471	AR t+6	1.010		.0125598
AR t-16	-.150		-.0009486	AR t+7	.606		.0048306
AR t-15	-.914		-.0040833	AR t+8	1.155		.0090042
AR t-14	1.361		.0071569	AR t+9	.446		.0032535
AR t-13	.258		.0015097	AR t+10	-4.797	***	-.0311580
AR t-12	-.270		-.0015910	AR t+11	-2.858	***	-.0163219
AR t-11	.512		.0022381	AR t+12	-2.131	**	-.0116228
AR t-10	.114		.0003819	AR t+13	-.922		-.0069528
AR t-9	-.074		-.0003906	AR t+14	-2.462	**	-.0160155
AR t-8	-1.908	*	-.0064517	AR t+15	1.552		.0145076
AR t-7	-.513		-.0021375	AR t+16	-.319		-.0019737
AR t-6	1.825	*	.0123306	AR t+17	-.459		-.0037146
AR t-5	1.196		.0062240	AR t+18	-.514		-.0025280
AR t-4	-.340		-.0018959	AR t+19	1.354		.0081279
AR t-3	.169		.0005645	AR t+20	1.452		.0083949
AR t-2	.640		.0028885	CAR(t-1,t+1)	1.156		.0115666
AR t-1	2.891	***	.0176305	CAR(t-3,t+3)	1.670	*	.0300346
AR t0	.023		.0001385	CAR(t-20,t-1)	1.265		.0244890
AR t+1	-1.031		-.0062025	CAR(t+1,t+20)	-.112		-.0041441
AR t+2	1.174		.0084357	CAR(t-20,t+20)	.432		.0204834

Keterangan: *, **, dan *** mengindikasikan tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%. Jika tidak ada tanda maka mengindikasikan tidak signifikan.

Pada tabel 2, terlihat bahwa terdapat *abnormal return* yang positif pada t-1. *Abnormal return* yang positif ini didukung oleh *good news hypothesis* yang sesuai dengan temuan X Jinping *et al.* (2010), Salamudin *et al.* (1999), dan Tan *et al.* (2002) dimana perusahaan yang melakukan *rights offerings/rights issue* pada *emerging market* akan direspon positif oleh investor karena adanya persepsi bahwa dana yang

didapatkan akan digunakan untuk pengembangan proyek perusahaan yang memiliki NPV positif. Selain itu, indikasi prospek pertumbuhan perusahaan yang tinggi juga memberikan respon yang positif bagi investor. Sedangkan respon investor yang mendahului disebabkan oleh *information leak* yang mendahului. Selain itu, Pilotte (1992) menyatakan bahwa perusahaan dengan *high growth* akan mengalami kenaikan ketika melakukan *rights offerings/rights issue*. Sampel yang digunakan sebagian besar memiliki pertumbuhan yang tinggi (88,4% sampel memiliki DPR rendah atau *high growth*). Koreksi pada t+10, t+11, t+12, dan t+14 disebabkan oleh koreksi akibat *overreaction* investor akan *good news* sesuai yang dikatakan Fama (1970) bahwa harga akan kembali ke *intrinsic value* setelah *overreaction* yang dilakukan oleh investor.

Tabel 3
Uji One Sample t-test (*Exercise Price > Current Price*)

Variabel	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Variabel	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
AR t-20	-.025		-.0001966	AR t+3	2.797	***	.0311033
AR t-19	1.075		.0102938	AR t+4	.523		.0052877
AR t-18	.644		.0031547	AR t+5	.009		.0000839
AR t-17	.253		.0015133	AR t+6	-.693		-.0077112
AR t-16	-.936		-.0048608	AR t+7	-.206		-.0010893
AR t-15	-.753		-.0045765	AR t+8	-.562		-.0028166
AR t-14	-1.229		-.0056360	AR t+9	1.353		.0092215
AR t-13	-1.336		-.0129232	AR t+10	-2.015	*	-.0259526
AR t-12	1.799	*	.0103257	AR t+11	-.933		-.0100721
AR t-11	.182		.0007510	AR t+12	-.923		-.0056780
AR t-10	1.074		.0085264	AR t+13	-.128		-.0011968
AR t-9	.560		.0029771	AR t+14	.257		.0020498
AR t-8	-1.448		-.0145191	AR t+15	-1.039		-.0074677
AR t-7	1.151		.0083029	AR t+16	-.912		-.0068310
AR t-6	-1.131		-.0039904	AR t+17	-.348		-.0020395
AR t-5	-1.259		-.0088119	AR t+18	3.001	***	.0310555
AR t-4	.197		.0020009	AR t+19	-.595		-.0069456
AR t-3	.963		.0096889	AR t+20	-1.734	*	-.0093766
AR t-2	.251		.0016944	CAR(t-1,t+1)	.286		.0044440
AR t-1	1.373		.0101282	CAR(t-3,t+3)	2.458	**	.0600570
AR t0	-.701		-.0054503	CAR(t-20,t-1)	.791		.0138429
AR t+1	-.023		-.0002340	CAR(t+1,t+20)	.115		.0045170
AR t+2	1.126		.0131263	CAR(t-20,t+20)	.332		.0129097

Keterangan: *, **, dan *** mengindikasikan tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%. Jika tidak ada tanda maka mengindikasikan tidak signifikan.

Pada tabel 3 terlihat bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan positif pada t+3 yaitu sebesar +3,11% dengan tingkat signifikansi 1%. Hal ini juga memberikan indikasi yang sama, yaitu investor memberikan respon yang positif terhadap pengumuman *rights offerings/rights issue*. Meskipun demikian, respon yang terjadi cenderung lebih lambat yaitu pada t+3 dimana hal ini merupakan periode dimana *rights offerings/rights issue* diumumkan pada media cetak sehingga investor dapat mengetahui bahwa terdapat *rights offerings/rights issue*. Temuan ini sesuai dengan temuan Kang (1990) dan Ambarish *et al.* (1987) yang menyatakan bahwa *rights offerings/rights issue* memberikan informasi positif akan adanya peluang investasi yang bagus untuk perusahaan. Selain itu, pada t+10 juga terlihat *abnormal return* yang negatif yang disebabkan oleh koreksi akibat *overreaction* yang dikemukakan oleh Fama (1970) bahwa investor bereaksi melebihi informasi yang sebenarnya sehingga, terjadi penyesuaian harga pada kemudian hari. Pada t+18 terlihat bahwa terdapat *abnormal return* yang positif signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Hal ini akan dibahas pada paragraf berikutnya.

Tabel 4 menggambarkan tentang hasil *uji independent t-test* yang memperlihatkan apakah sebenarnya ada perbedaan antara *rights offerings/rights issue* yang dilakukan dengan $exercise\ price < current\ price$ dibandingkan dengan $exercise\ price > current\ price$. Dari tabel tersebut, terlihat terdapat perbedaan reaksi investor pada t+18. Hal ini disebabkan karena pada t+18 terjadi penjatahan penambahan pemesanan saham baru. Perbedaan ini dikarenakan investor yang ingin melakukan pembelian saham baru dengan harga premium pasti akan melakukan pembelian di pasar ketika mengetahui bahwa mereka tidak mendapatkan jatah pada penambahan saham baru tersebut (karena $current\ price < exercise\ price$), sedangkan ketika *rights offerings/rights issue* dilakukan dengan harga diskon, maka investor belum tentu melakukan pembelian di *secondary market* pada t+18 ketika mengetahui bahwa tambahan pemesanannya tidak terpenuhi (karena harga di *secondary market* lebih tinggi dibandingkan dengan harga pemesanan tambahan saham baru tersebut).

Tabel 4
Uji Independent t-test

Variabel	Sig (2-tailed)	Variabel	Sig (2-tailed)	Variabel	Sig (2-tailed)	Variabel	Sig (2-tailed)
AR t-20	0.57	AR t-8	0.183	AR t+4	0.876	AR t+16	0.635
AR t-19	0.202	AR t-7	0.183	AR t+5	0.462	AR t+17	0.89
AR t-18	0.696	AR t-6	0.1	AR t+6	0.293	AR t+18	0.001
AR t-17	0.561	AR t-5	0.092	AR t+7	0.618	AR t+19	0.205
AR t-16	0.685	AR t-4	0.715	AR t+8	0.308	AR t+20	0.51
AR t-15	0.949	AR t-3	0.288	AR t+9	0.6	CAR(t-1,t+1)	0.691
AR t-14	0.117	AR t-2	0.881	AR t+10	0.688	CAR(t-3,t+3)	0.33
AR t-13	0.181	AR t-1	0.457	AR t+11	0.574	CAR(t-20,t-1)	0.723
AR t-12	0.201	AR t0	0.587	AR t+12	0.502	CAR(t+1,t+20)	0.884
AR t-11	0.828	AR t+1	0.591	AR t+13	0.646	CAR(t-20,t+20)	0.917
AR t-10	0.27	AR t+2	0.72	AR t+14	0.096		
AR t-9	0.686	AR t+3	0.052	AR t+15	0.122		

KESIMPULAN

Dari beberapa pembahasan dan temuan di atas, maka dapat disimpulkan beberapa hal, yaitu: (1) Adanya *abnormal return* yang positif pada sekitar periode pengumuman *rights offerings/rights issue*, yaitu t-1 untuk *exercise price < current price* dan t+3 untuk *exercise price > current price*, (2) Adanya *cumulative abnormal return* pada periode tiga hari sebelum hingga tiga hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue* untuk kedua tipe penerbitan saham baru, dan (3) Terdapat perbedaan perilaku investor pada periode t+18 untuk saham dengan *exercise price < current price* dibanding dengan *exercise price > current price*.

Secara teoritis, penelitian ini memiliki implikasi bahwa pada *emerging market* terdapat *abnormal return* yang positif pada sekitar pengumuman *rights offering/rights issue* karena *good news hypothesis* yang dikemukakan X Jinping *et al.* (2010), Salamudin *et al.* (1999), dan Tan *et al.* (2002), dimana hal tersebut mengindikasikan bahwa penerbitan saham baru dilakukan untuk mendanai proyek yang memiliki NPV positif yang menambah nilai perusahaan. Sedangkan secara praktis, temuan ini memiliki implikasi bahwa investor bisa mendapatkan *abnormal return* ketika membeli

sesaat sebelum pengumuman *rights offerings/rights issue* dan untuk perusahaan, emiten dapat menggunakan *rights offerings/rights issue* sebagai alternatif pendanaan karena dipersepsikan positif oleh investor.

Rekomendasi bagi para investor adalah untuk melakukan pembelian pada tiga hari sebelum dan melakukan penjualan pada tiga hari setelah pengumuman *rights offerings/rights issue*. Perusahaan juga dapat menentukan harga eksekusi yang tinggi karena dipersepsikan positif oleh investor. Untuk peneliti berikutnya, diharapkan menambahkan variabel *sweetener* pada penelitian tentang penerbitan saham baru tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Ambarish, R., John, K., Williams, J., 1987, "Efficient signalling with dividends and investments", *The journal of Finance*, 42 (2), pp. 321-43
- Ariff, M. dan Finn, F.J., 1989, "Announcement effects and market efficiency in a thin market: an empirical application to the Singapore equity market", *Asia Pacific Journal of Management*, 6(2), pp. 243-265
- Balachandran, B., Faff, R., dan Theobald, M., 2008, "Rights offerings, takeover, renounceability, and underwriting status", *Journal of Financial Economics*, 89, pp. 328-46
- Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., 2012, *Fundamentals of Corporate Finance*, second ed. Prentice Hall, Boston, MA.
- Bodie, Z., Detemple, J., Rindisbacher, M., 2009, "Life-Cycle Finance and the Design of Pension Plans", *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 1, pp. 249-86
- Brealey, R., Myers, S., Allen, F., 2014, *Principals of Corporate Finance*, eleventh ed, McGraw-Hill, New York, NY
- Burton, E. dan Shah, S., 2013, *Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates*, John Wiley & Sons, New Jersey
- Cooney, J., Kalay, A., 1993, "Positive information from equity issue announcements", *Journal of Financial Economics*, 33 (2), pp. 149-72
- D'Mello, R., Tawatnuntachai, O., dan Yaman, D., 2003, "Does the sequence of seasoned equity offerings matter?", *Journal of Financial Management*, 32, pp. 59-86
- Fama, E.F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol 25, No. 2, pp. 363-417
- Fama, E.F. dan K.R. French, 2006, "The Value Premium and the CAPM", *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 5, pp. 2163-85
- Holderness, C.G., dan Pontiff, J., 2016, "Shareholder nonparticipation in valuable rights offerings: New findings for an old puzzle", *Journal of Financial Economics*, 120 (2016), pp.252-68
- Iqbal, A., 2008, "The importance of the sequence in UK rights issues", *Journal of Business Finance Account*, 35, pp. 150-76
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 2, pp. 305-60

- Jenter, D., K. Lewellen, dan J.B. Warner, 2011, "Security Issue Timing: What Do Managers Know, and When Do They Know It?", *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2, pp. 413-43
- Jung, K., Kim, Y.C., Stulz, R.M., 1996, "Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision", *Journal of Financial Economics*, 42, pp. 159-86
- Kang, J., dan Rene M. Stulz, 1996, "How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues", *The Review of Financial Studies*, Vol. 9 No. 1, pp. 109-39.
- Kendirli, S., Elmali, M.E., 2016, "The Effect of Right Offering Announcements on Returns of Shares of Deposit Banks Traded in Istanbul Stock-Exchange", *Journal of Economic Development, Environment, and People*, 5 (1), pp. 74-82
- Kilic, A. dan Murat, K., 2008, "The Effect of VAT Rate Change in Leasing Sector on Stock Exchange", *MUFAD*, Vol. 40, pp. 165-74
- Kim, E.H., Lee, Y.K., 1990, "Issuing stocks in Korea", *Pacific-Basin Capital Markets Research*. Elsevier, North Holland, Amsterdam
- Lee, C., Poon, W., Sinnakkannu, J., 2013, "Why are right offers in Hong Kong so different?". *Pacific-Basin Finance Journal*, 26 (2014), pp. 176-97
- Lewellen, J., Kothari, S.P., Warner, J.B., 2005, "Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance", *Working Paper*, MIT, Massachusetts
- Liu, J., Akbar, S., Shah, S.Z.A., Zhang, D., Pang, D., 2016, "Market Reaction to Seasoned Offerings in China", *Journal of Business Finance & Accounting*, 43 (5) & (6), pp. 597-653
- MacKinlay, C., 1997, "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, C. 35, pp. 13-39
- Mitchell, M.L. dan Netter, J.M., 1994, "The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission", *Journal of Business Lawyer*, Vol. 49, No. 2, pp. 545-90
- McConnell, J.J., dan Muscarella, C.J., 1985, "Corporate capital expenditure decision and the market value of the firm", *Journal of Financial Economics*, 14 (3), pp. 399-422
- McLaughlin, R., Safieddine, A., 2008, "Regulation and information asymmetry evidence fro the performance of industrial and utility firms issuing seasoned equity in the USA", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 16 iss 1, pp. 59-76

- Mitnick, B.M., 2006, "Origin of the Theory of Agency: An Account by One of the Theory's Originators", *Published Paper*, University of Pittsburgh, Pittsburgh
- Mutan, O., dan Topcu, A., 2009, "The Response of the Turkish Stock Market to Unexpected Events Between 1990 and 2009", *SPK Research Report*, Turkey
- Myers, S.C., dan Majluf, N.S., 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221
- Pilotte, E., 1992, "Growth opportunities and the stock price response to new financing", *Journal of Business*, Vol. 65, No. 3, pp. 371-94
- Prakash, S., 2013, "Event Study Test of incorporating Earning Announcement on Share Price", *Journal of Economic and Finance*, Vol. 2, pp. 9-18
- Raja, M. dan J. Clement Sudhahar, 2010, "An Empirical Test of Indian Stock Market Efficiency in Respect of Bonus Announcement", *Asia Pacific Journal of Finance and Banking Research*, Vol. 4, No. 4, pp. 1-14
- Ross, S., Westerfield, R., dan Jafe, J., 2010, *Corporate Finance*, ninth edition McGraw-Hill/Irwin, New York, NY
- Salamudin, N., Mohamed A., dan Annuar M.N., 1999, "Economic influence on rights issue announcement behavior in Malaysia", *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, pp. 405-27
- Slovin, M., M. Sushka, dan K. Lai, 2000, "Alternative Flotation Methods: Adverse Selection, and Ownership Structure: Evidence from Seasoned Equity Issuance in the UK", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No. 2, pp. 157-90
- Smith, C.W., 1977, "Alternative methods for raising capital: Rights versus underwritten offerings", *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 273-307
- Spence, M., (1973), "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), pp. 355-74.
- Srinivasan, B.S. dan See, Y.K., 1990, "Rights issues and market efficiency in the Singapore Stock Exchange", In: Saw, S.H., Lim, C.P. (Eds.), *Investment Analysis and Management*, Longman Publishers, Singapore
- Tan, R., P. L. Chang, dan Y. H. Tong, (2002), "Private Placements and Rights Issues in Singapore", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.10, No. 1, pp. 29-54.
- Tsangarakis, N. V., (1996), "Equity rights issues: Signalling vs Issue price irrelevance hypothesis", *European Journal of Financial Management*, Vol. 2 No. 3, pp. 257-373.
- Wruck, K.H., 1989, "Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 3-28

- Wu, X., Wang, Z., dan Yao, J., 2005a, "Understanding the positive announcement effects of private equity placements: new insights from Hong Kong data", *Rev. Finance* 9, pp. 385-414
- Wu, X., Wang, Z., dan Yao, J., 2005b, "Seasoned equity issues and ownership concentration in a closely held market: An alignment effect test free from the unobserved firm heterogeneity problem, *Unpublished working paper*, City University of Hong Kong, Hong Kong
- Xinping, X., Faiq M., dan Muhammad U., 2010, "Announcement Effects of Seasoned Equity Offerings in China", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2 No. 3, pp. 163-69