

Analisis Reaksi Pasar pada Saat Pengumuman Rights Issue di Bursa Efek Indonesia

Syamsul Arifin

Magister Manajemen Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjadjaran

Abstract

This research tested market reaction when the announcement of rights issue to return and trading volume. There are many different rights issue effects. Based on market timing theory, companies tend to issue stock when their stock price is overvalued. But, investors assess overvalued stocks tend to decline and the undervalued stocks tend to rise. Meanwhile, underwriter in a rights issue showed that, underwriter with good reputation will decreased the level of underpricing and increased trading volume. This research used event study method to measure the significance of the market reactions. Logit regression was also used to test the differences in market response over different valuation and the used of underwriter.

The test results showed an overall hypothesis, the market considers the rights issue announcement as bad news which occurs abnormal negative returns and a decrease in the volume of trade. However market reacts positively to the announcement made by the undervalued company and react negatively to the overvalued company. Meanwhile, the used of underwriter don't have influence to market reaction although can reduce the level of bad news.

Keywords:

Rights Issue, Overvalued, Undervalued, Underwriter, Abnormal Return, Trading Volume, Market Reaction

Corresponding Author: acoel.syamsul@gmail.com

PENDAHULUAN

Perkembangan kegiatan investasi di Indonesia terutama pada pasar modal dapat dilihat dengan pergerakan harga saham dan volume atau nilai perdagangan harian per bulan. Sejak tahun 2006 sampai dengan akhir tahun 2013, pasar modal Indonesia mengalami perkembangan yang cukup menggembirakan.

Bagi perusahaan, pasar modal merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan. Dalam praktek keuangan perusahaan saat ini, *market timing* menjadi salah satu aspek penting dalam kebijakan keuangan perusahaan. Keputusan penerbitan saham biasanya dipengaruhi oleh harga saham. Berdasarkan survey, sekitar 65% CFO mengatakan bahwa harga saham *undervalue* atau *overvalue* menjadi pertimbangan yang penting dalam keputusan menerbitkan

saham. Secara umum, dalam survey tersebut harga saham dipandang sebagai faktor terpenting dalam pertimbangan penerbitan saham biasa.

Sejalan dengan hasil survey tersebut, teori *market timing*, dan membaiknya kinerja IHSG setelah tahun 2009, jumlah emiten yang menerbitkan saham baru melalui *Seasoned Equity Offering* terutama melalui *rights issue* seperti dalam table 1 berikut ini:

Tabel 1

Jumlah *Rights Issue* yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI)

| Tahun | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Jumlah Rights Issue | 17 | 23 | 27 | 11 | 31 | 26 | 21 | 28 |

Sumber: www.idx.co.id

Sebelum menanamkan modalnya di pasar modal, investor biasanya akan mempelajari tingkah laku pasar dimana indikator yang sering digunakan adalah fluktuasi harga pasar dan volume perdagangan. Menurut Tandelilin (2010), dalam konteks keuangan, terdapat sebuah konsep pasar yang efisien. Pada pasar yang efisien lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi yang tersedia baik informasi di masa lalu (misalkan laba/rugi perusahaan tahun lalu), maupun informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), serta informasi yang bersifat sebagai pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang bisa mempengaruhi perubahan harga.

Dalam Bursa Efek Indonesia, terdapat beberapa contoh reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue*, terutama reaksi pasar berupa harga saham. Secara umum perusahaan yang melakukan *rights issue* terindikasi melaksanakan *rights issue* ketika mengalami *overvalued*. Hal ini dapat dilihat dari pergerakan harga saham perusahaan tersebut setelah melakukan pengumuman *rights issue* yang mengalami penurunan sampai dengan 10 hari setelah tanggal pengumuman.

Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut mengenai apakah terdapat *abnormal return* saham perusahaan yang melakukan *rights issue* di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*. Selain itu perlu dianalisis apakah saham *undervalued* perusahaan yang melakukan *rights issue* berpengaruh terhadap *abnormal return* positif pada saat pengumuman *rights issue* dan apakah saham *overvalued* perusahaan yang melakukan *rights issue* berpengaruh terhadap *abnormal return* negatif pada saat pengumuman *rights issue*.

Likuiditas perdagangan juga menjadi karakteristik investasi yang penting bagi *investor*. Perdagangan saham yang aktif dapat meningkatkan volume perdagangan dan menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh investor. Volume perdagangan yang sangat tinggi di suatu bursa akan ditafsirkan sebagai tanda bahwa pasar akan membaik (*bullish*). Peningkatan volume perdagangan dibarengi dengan peningkatan harga merupakan petunjuk yang makin kuat akan kondisi *bullish* (Husnan, 2009). Jika *rights issue* dianggap pasar sebagai informasi yang relevan, maka pasar akan bereaksi dengan aktif memperdagangkan saham tersebut. Dan sebaliknya, jika *rights issue* dianggap pasar sebagai informasi yang kurang relevan, maka pasar akan kurang bereaksi.

Sebagian besar studi empirik mengenai pengaruh likuiditas saham menggunakan volume perdagangan sebagai proksi. Penelitian sebelumnya terkait dengan likuiditas saham adalah Penelitian yang dilakukan Malhotra *et al.* (2012) serta Fahmi dan Saputra (2011) yang mengungkapkan bahwa ada perbedaan likuiditas saham sebelum dan sesudah *right issue*. Di Indonesia, penelitian *event studies* yang dilakukan oleh Catranti (2009) yang menganalisis dampak *right issue* terhadap imbal hasil dan volume perdagangan saham pada hari di sekitar *ex-date* dimana dalam hal likuiditas saham, pada sampel *warrant issuer*, terjadi peningkatan volume perdagangan sebesar 59,4% sedangkan pada sampel *non warrant* terjadi penurunan volume perdagangan sebesar 60,7%.

Sementara itu penelitian yang dilakukan Suresha dan Naidu (2012) serta Marisetty *et al.* (2008) mengungkapkan bahwa tidak ada perbedaan likuiditas saham sebelum dan sesudah *right issue* karena informasi *right issue* sudah diantisipasi oleh para pelaku pasar yang ada dan pemegang saham lama menganggap bahwa *right issue* hanya informasi yang biasa. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut mengenai apakah terdapat penurunan volume perdagangan saham perusahaan yang melakukan *rights issue* di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*.

Penawaran saham suatu perusahaan kepada investor publik dilakukan oleh penjamin emisi melalui perantara pedagang efek yang bertindak sebagai agen penjual saham. Penjamin emisi efek (*underwriter*) adalah salah satu aktifitas pada perusahaan efek yang melakukan kontrak dengan emiten untuk melaksanakan penawaran umum dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual (*full commitment and non full commitment*). Pengetahuan dan kemampuan dari *underwriter* merupakan jaminan bagi perusahaan bahwa proses penerbitan saham baru akan ditangani dengan baik. Karena

besarnya peranan *underwriter* dalam proses penerbitan saham khususnya dalam penentuan harga, emiten dituntut untuk jeli dalam pemilihan *underwriter*.

Emiten akan melihat bahwa *underwriter* yang bereputasi baik berani menanggung risiko yang lebih besar dengan menjamin saham yang ditawarkan. Sebagai kompensasi atas penjaminannya, *underwriter* akan menawarkan sahamnya pada harga yang lebih murah dibandingkan dengan harga pasar. Jika pasar menganggap reputasi *underwriter* sebagai informasi yang relevan, maka pasar akan bereaksi terhadap *abnormal return* dan volume perdagangan. Dalam penelitian ini yang dijadikan acuan dalam penentuan reputasi *underwriter* adalah *underwriter* yang masuk 5 besar yang sering digunakan dalam proses *right issue* pada periode penelitian.

Berdasarkan beberapa penelitian yang dilakukan, reputasi *underwriter* berpengaruh terhadap tingkat *underpricing* dan *return*. Penelitian yang dilakukan Dimovski, *et al.* (2011) menyimpulkan bahwa *underwriter* yang memiliki reputasi baik dikaitkan dengan tingkat *underpricing* yang lebih tinggi. Semakin besar kekuatan pasar yang dimiliki oleh *underwriter*, maka akan terdapat lebih besar *underpricing* di dalamnya. Begitu pula dengan Booth, *et al.* (2010) dan Thornton *et al.* (2009) yang juga menemukan pengaruh positif antara penjamin emisi dengan besar *underpricing*. Hal ini menunjukkan bahwa *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik atau prestisius akan menyebabkan tingkat *underpricing* yang lebih besar.

Sementara itu, hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian Kristiantari (2012) dimana *underwriter* yang prestisius menyebabkan tingkat *underpricing* menjadi rendah. Hal ini dapat disebabkan *underwriter* yang prestisius diyakini memiliki kepercayaan diri yang lebih baik terhadap kesuksesan penawaran saham yang diserap oleh pasar sehingga terdapat kecenderungan *underwriter* yang bereputasi tinggi lebih berani memberikan harga penawaran saham yang lebih tinggi sebagai konsekuensi dari kualitas penjaminannya yang menyebabkan tingkat *underpricing* menjadi rendah. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lebih lanjut mengenai apakah terdapat pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *abnormal return* dan volume perdagangan saham pada saat pengumuman *right issue*.

Dengan demikian, penelitian ini berusaha untuk mengamati reaksi pasar pada saat pengumuman *rights issue* saham di Bursa Efek Indonesia berupa perubahan harga saham dan likuiditas saham serta pengaruh valuasi saham dan pemilihan *underwriter* ketika *rights issue* terhadap perubahan harga saham dan likuiditas saham. Berdasarkan masalah yang teridentifikasi dapat dilakukan rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat *abnormal return* saham perusahaan yang melakukan *rights issue* di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*.
2. Apakah terdapat penurunan volume perdagangan saham perusahaan yang melakukan *rights issue* di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*.
3. Apakah saham *undervalued* perusahaan yang melakukan *rights issue* berpengaruh terhadap *abnormal return* positif pada saat pengumuman *rights issue*.
4. Apakah saham *overvalued* perusahaan yang melakukan *rights issue* berpengaruh terhadap *abnormal return* negatif pada saat pengumuman *rights issue*.
5. Apakah terdapat pengaruh reputasi *underwriter* yang masuk 5 besar terhadap *abnormal return* pada saat pengumuman *rights issue*.
6. Apakah terdapat pengaruh reputasi *underwriter* yang masuk 5 besar terhadap volume perdagangan saham pada saat pengumuman *rights issue*.

Adapun tujuan penelitian ini antara lain:

1. Menganalisis *abnormal return* saham-saham di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *rights issue* di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*.
2. Menganalisis volume perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *rights issue* di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*.
3. Menganalisis pengaruh saham perusahaan yang *undervalued* pada saat *rights issue* terhadap *abnormal return* positif.
4. Menganalisis pengaruh saham perusahaan yang *overvalued* pada saat *rights issue* terhadap *abnormal return* negatif.
5. Menganalisis pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *abnormal return* pada saat pengumuman *rights issue*.
6. Menganalisis pengaruh reputasi *underwriter* terhadap volume perdagangan saham pada saat pengumuman *rights issue*.

TINJAUAN LITERATUR

Rights Issue merupakan salah satu bentuk dari *Seasoned Equity Offering* (SEO) yang populer di Indonesia dengan nama hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD). SEO merupakan penerbitan saham bagi perusahaan yang sebelumnya telah menerbitkan sekuritas atau melakukan IPO (Ross *et al.*, 2008).

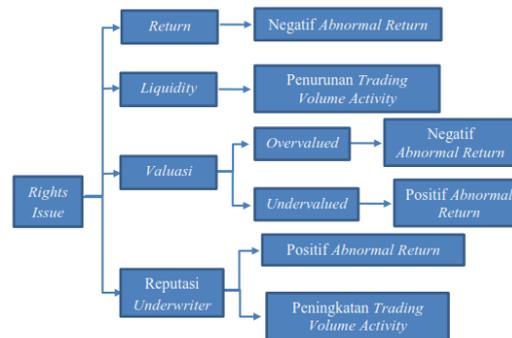
Return yang diharapkan investor dari investasi dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat adanya pengaruh inflasi (Tendelilin, 2010). *Return* dibedakan menjadi tiga yaitu *return* yang telah terjadi (*actual return*) yang dihitung berdasarkan data historis, *return* yang diharapkan (*expected return*) akan diperoleh investor dimasa depan, dan *return* yang di persyaratkan (*required rate of return*) yang tingkat *return* minimal yang dikehendaki oleh investor atas preferensi subyektif investor terhadap risiko (Tendelilin, 2010).

Abnormal return adalah selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*). *Abnormal return* atau *excess return* ini merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor dengan mempertimbangkan tingkat risikonya (Hartono, 2013).

Brown & Warner (1985) dalam Hartono (2013) menyatakan bahwa *expected return* dapat dihitung dengan menggunakan tiga model estimasi, yaitu *Mean-adjusted Model* yang menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata – rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Model pasar (*market model*) merupakan bentuk dari model indeks tunggal yang didasarkan pada pengamatan bahwa harga dari suatu sekuritas berfluktuasi searah dengan indeks pasar. Dan model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* dari indeks pasar pada saat tersebut.

Volume perdagangan merupakan salah satu indikator likuiditas saham yang sering digunakan. Penelitian yang dilakukan Malhotra *et al.* (2012) serta Fahmi dan Saputra (2011) mengungkapkan bahwa ada perbedaan likuiditas saham sebelum dan sesudah *right issue*. Di Indonesia, penelitian *event studies* yang dilakukan oleh Catranti (2009) yang menganalisis dampak *right issue* terhadap imbal hasil dan volume perdagangan saham pada hari di sekitar *ex-date* dimana dalam hal likuiditas saham, pada sampel *warrant issuer*, terjadi peningkatan volume perdagangan sebesar 59,4% sedangkan pada sampel *non warrant* terjadi penurunan volume perdagangan sebesar 60,7%. Sementara itu penelitian yang dilakukan Suresha dan Naidu (2012) serta Marisetty *et al.* (2008) mengungkapkan bahwa tidak ada perbedaan likuiditas saham sebelum dan sesudah *right issue* karena informasi *right issue* sudah diantisipasi oleh para pelaku pasar yang ada dan pemegang saham lama menganggap bahwa *right issue* hanya informasi yang biasa.

Event study dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman, seperti yang dijelaskan dalam Hartono (2010). Penelitian Dash dan Rao (2009) di *Indian Stock markets* menyimpulkan bahwa CAPM lebih mampu menjelaskan *return* daripada APT. Widianita (2009) yang meneliti keakuratan CAPM dan APT terhadap *Return Saham LQ 45* pada BEI menunjukkan bahwa CAPM lebih akurat daripada APT.



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis yang digambarkan maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut :

- H1 = Terdapat *abnormal return* negatif di sekitar pengumuman *rights issue*.
- H2 = Terdapat penurunan volume perdagangan saham perusahaan di sekitar pengumuman *rights issue*.
- H3 = Saham yang *undervalued* akan menghasilkan *abnormal return* yang positif pada saat pengumuman *rights issue*.
- H4 = Saham yang *overvalued* akan menghasilkan *abnormal return* yang negatif pada saat pengumuman *rights issue*.
- H5 = Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar akan menghasilkan *abnormal return* positif pada saat pengumuman *right issue*.
- H6 = Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar akan menghasilkan peningkatan volume perdagangan pada saat pengumuman *right issue*.

METODE PENELITIAN

Penelitian mengenai dampak suatu peristiwa terhadap harga/*return* saham sering menggunakan metodologi yang disebut dengan studi peristiwa (*event study*). Salah satu alasan penggunaan metodologi ini karena *event study* mengukur secara langsung pengaruh suatu peristiwa terhadap harga saham pada saat terjadinya peristiwa (Hartono, 2013).

Tabel 2
Operasionalisasi Variabel

| Variabel | Konsep | Rumus/Indikator | Skala |
|---|---|--|----------------|
| Dependent Variables | | | |
| Abnormal Return (AR) | Selisih antara <i>actual return</i> dengan <i>expected return</i> . | $AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ | Ratio |
| Average Abnormal Return (AAR) | Rata-rata agregat <i>abnormal return</i> yang dihitung secara <i>cross sectional</i> untuk tiap- tiap hari di periode peristiwa. | $AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{k}$ | Ratio |
| Cummulative Average Abnormal Return (CAAR) | Penjumlahan <i>Abnormal Return</i> hari sebelumnya di dalam periode peristiwa semua sekuritas yang di observasi. | $CAAR(t1, Rp) = \sum_{t=1}^{tp} AAR_t$ | Ratio |
| Trading Volume Activity (TVA). | jumlah saham yang beredar dan volume perdagangan saham harian perusahaan- perusahaan yang diteliti dan tercatat di BEI selama periode penelitian. | $TVA = \frac{\sum \text{saham } i \text{ yang diperdagangkan pada hari ke-} t}{\sum \text{saham } i \text{ yang beredar pada hari ke-} t}$ | Ratio |
| Independent Variables | | | |
| Undervalued | Harga sekuritas terletak di atas SML dan dinilai sebagai sekuritas yang ternilai rendah (<i>undervalued</i>) karena tingkat <i>return</i> harapan lebih besar daripada retun yang disyaratkan investor. | $E(R_A') > E(R_A)$. | Nominal |
| Overvalued | Harga sekuritas terletak di bawah SML dan dinilai sebagai sekuritas yang ternilai tinggi (<i>overvalued</i>) karena tingkat <i>return</i> harapan lebih kecil daripada retun yang disyaratkan investor. | $E(R_A') < E(R_A)$. | Nominal |
| Reputasi Underwriter | <i>Underwriter</i> yang termasuk 5 besar diberi nilai 1 sedangkan <i>underwriter</i> yang tidak termasuk 5 besar diberi nilai 0. | Variabel dummy. 5 besar <i>underwriter</i> di Indonesia: <ul style="list-style-type: none"> • PT. Danareksa Sekuritas Tbk • PT. Mandiri Sekuritas • PT Bahana Securities • PT. CIMB Securities Indonesia • PT. Sinarmas Sekuritas | Nominal |

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data yang diterbitkan dan digunakan oleh organisasi yang diperoleh melalui www.idx.co.id, www.finance.yahoo.com, dan www.bi.go.id.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang telah *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan melakukan *rights issue* pada periode Januari 2010 s.d. Juni 2014

berdasarkan data statistik bulanan BEI sebanyak 114 pengumuman. Setelah dilakukan penyaringan berdasarkan kriteria di atas, terdapat 61 pengumuman yang dijadikan sampel.

Dalam Penelitian ini menggunakan metodologi studi peristiwa atau *event study* sehingga rancangan analisis menggunakan metodologi yang biasa digunakan dalam studi peristiwa melalui langkah – langkah berikut:

- 1) Menentukan rentang waktu studi peristiwa termasuk periode estimasi dan periode peristiwa.
- 2) Menentukan metode penyesuaian return yang digunakan untuk menghitung return tak normal (*abnormal return*);
- 3) Menghitung return tak normal (*abnormal return*) di sekitar periode peristiwa;
- 4) Menghitung rata-rata return tak normal (*Average Abnormal Return*) dan rata-rata return tak normal kumulatif (*Cumulative Average Abnormal Return*);
- 5) Menguji apakah rata-rata return tak normal (*Average Abnormal Return*) dan return tak normal kumulatif (*Cumulative Abnormal Return*) yang telah dihitung pada langkah (4) berbeda dari 0.
- 6) Menghitung TVA di sekitar periode peristiwa
- 7) Menyimpulkan hasil studi berdasarkan pada probabilitas signifikansi kurang dari probabilitas yang disyaratkan

Selain menggunakan event studi, untuk valuasi saham dan reputasi *underwriter* menggunakan analisis regresi logit. Reputasi *underwriter* dibagi dua yaitu *underwriter* yang termasuk 5 besar dan *underwriter* yang tidak termasuk 5 besar. *Underwriter* yang masuk 5 besar adalah PT. Danareksa Sekuritas Tbk, PT. Mandiri Sekuritas, PT Bahana Securities, PT. Sinarmas Sekuritas, dan PT. CIMB Securities Indonesia.

Pengujian hipotesis dilakukan secara statistik terhadap *abnormal return*. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* di periode peristiwa secara statistik signifikan tidak sama dengan nol (positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk). Penggunaan *t-test* atau uji t digunakan untuk maksud tersebut (Hartono, 2013).

Langkah-langkah yang dilakukan dalam melakukan uji hipotesis adalah sebagai berikut:

- 1) Menguji Hipotesis Satu

H1 : $AAR \geq 0$: Tidak terdapat *abnormal return* negatif di sekitar pengumuman *rights issue*.

$AAR < 0$: Terdapat *abnormal return* negatif di sekitar pengumuman *rights issue*.

Pengujian hipotesis kesatu menggunakan uji t. Menurut Tandelilin (2010) dan Hartono (2013), uji t dilakukan dengan cara standarisasi dari nilai *abnormal return*. Standarisasi dilakukan dengan membagi nilai *abnormal return* dengan kesalahan standar estimasinya (KSE). Pengujian dengan cara ini digunakan di berbagai penelitian terkait *event study*.

2) Menguji Hipotesis Dua

$H_2 : TVA \geq 0$: Tidak terdapat penurunan volume perdagangan saham di sekitar pengumuman *rights issue*.

$TVA < 0$: Terdapat penurunan volume perdagangan saham di sekitar pengumuman *rights issue*.

3) Menguji Hipotesis Tiga, Empat, Lima, dan Enam.

$H_3 : \beta \leq 0$: Saham yang mengalami *undervalued* tidak akan menghasilkan *abnormal return* positif pada saat pengumuman *rights issue*.

$\beta > 0$: Saham yang mengalami *undervalued* akan menghasilkan *abnormal return* positif pada saat pengumuman *rights issue*.

$H_4 : \beta \leq 0$: Saham yang mengalami *overvalued* tidak akan menghasilkan *abnormal return* negative pada saat pengumuman *rights issue*.

$\beta > 0$: Saham yang mengalami *overvalued* akan menghasilkan *abnormal return* negatif pada saat pengumuman *rights issue*.

$H_5 : \beta \leq 0$: Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar tidak akan menghasilkan *abnormal return* positif pada saat pengumuman *rights issue*.

$\beta > 0$: Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar akan menghasilkan *abnormal return* positif pada saat pengumuman *rights issue*.

$H_6 : \beta \leq 0$: Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar tidak akan menghasilkan peningkatan volume perdagangan saham pada saat pengumuman *rights issue*.

$\beta > 0$: Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar akan menghasilkan peningkatan volume perdagangan saham pada saat pengumuman *rights issue*.

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam pengujian hipotesis ini ditetapkan sebesar 5% sehingga kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut:

- a. Jika *probability value* hasil penelitian $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan menerima hipotesis alternatif;
- b. Jika *probability value* hasil penelitian $> 0,05$ maka H_0 diterima.

Hipotesis di atas diuji dengan menggunakan analisis regresi logit. Alat analisis ini tepat digunakan apabila variabel dependen bersifat kategorikal dan variabel independen dapat bersifat kontinyus ataupun kategorikal (Gudono, 2014). Regresi logit ini digunakan untuk menguji apakah peluang terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan menggunakan variabel bebasnya (Ghozali, 2013).

Dalam Yamin *et.al.* (2011), model awal persamaan regresi logit adalah sebagai berikut:

$$p(x_i) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k)}}$$

Model tersebut merupakan peluang suatu kejadian x yang dipengaruhi oleh faktor-faktor X_1, X_2 , hingga X_k . Persamaan ini bersifat non linear dalam parameter. Selanjutnya untuk menjadikan model tersebut linear, proses transformasi yang dinamakan *logit transformation* perlu dilakukan.

$$\ln \left[\frac{p(x_i)}{1-p(x_i)} \right] = Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k$$

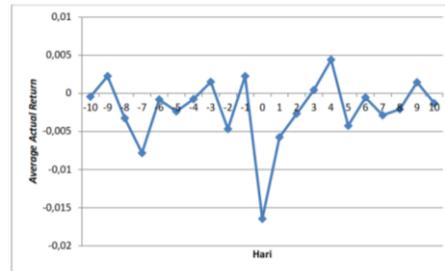
Pada model tersebut, regresi logistik membentuk variabel dependen di sisi kiri persamaan yang merupakan kombinasi linear dari variabel independen. Sementara itu, koefisien variabel independen menunjukkan *odds ratio*. Jika koefisien tersebut bernilai positif atau $\beta_k > 0$ maka log dari *odds* akan meningkat ketika variabel X_k meningkat dengan asumsi variabel lainnya konstan. Jika $\beta_k < 0$ maka log dari *odds* akan lebih rendah ketika variabel X_k meningkat.

Pada hipotesis ketiga, saham *undervalued* diberi kode 1 dan saham *overvalued* diberi kode 0. Sebaliknya, pada hipotesis keempat saham *overvalued* diberi kode 1 dan saham *undervalued* diberi kode 0. Pada hipotesis kelima dan keenam, reputasi *underwriter* yang masuk 5 besar diberi kode 1 dan reputasi *underwriter* diluar 5 besar diberi kode 0.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Actual Return

Pergerakan *average actual return* pada periode peristiwa yaitu mulai H-10 hingga H+10 secara singkat dapat digambarkan dalam gambar 4.1. berikut ini:



Gambar 2

Pergerakan *Average Actual Return* selama Periode Peristiwa

Sumber: hasil pengolahan data

Average actual return terendah terdapat pada hari ke-0 atau pada saat peristiwa pengumuman *rights issue* yaitu sebesar -0.0165. Sementara titik tertingginya berada pada hari H+4 dengan nilai 0.0044. Selanjutnya pergerakan *average actual return* selama periode peristiwa ini cenderung mengalami fluktuasi pada kisaran -0.0078 sampai dengan 0.0044.

Pada periode peristiwa tercatat terjadi 12 kali kenaikan dan 8 kali penurunan *average actual return* di mana kenaikan terbesar terjadi pada H-0 ke H+1, sedangkan penurunan terbesar pada H-1 ke H-0. Penurunan sangat besar di hari peristiwa dapat dilihat sebagai respon pasar yang sangat cepat terhadap pengumuman *rights issue*. Setelah mengalami penurunan yang sangat tajam di H-0, *average actual return* terus mengalami peningkatan selama 4 hari berturut-turut atau kenaikan terpanjang pada periode peristiwa. Hal ini dapat dilihat sebagai penyesuaian pasar terhadap informasi yang berkembang setelah pengumuman *rights issue*.

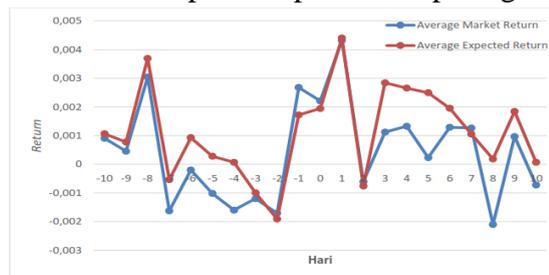
Selain itu selama periode peristiwa baik itu sebelum maupun setelah peristiwa, *average actual return* negatif lebih banyak dibandingkan dengan yang positif. Sementara itu *cumulative average actual return* pada sepuluh hari setelah peristiwa mengalami sedikit peningkatan menjadi -0.01317 dibandingkan dengan sepuluh hari *pre event* yaitu sebesar -0.01411. Hal ini didukung oleh kenaikan *average actual return* yang berkesinambungan selama 4 hari berturut-turut pada *post event* serta fluktuasi yang cenderung stabil setelah H+4.

Expected Return atau *Return Normal*

Selama periode peristiwa hampir semua *average expected return* mempunyai nilai positif dan ini dianggap wajar. Namun, dari 21 hari periode peristiwa terdapat *average expected return* negatif pada H-7, H-3, H-2, dan H+2. Hal ini bukan berarti bahwa investor

menginginkan pengembalian negatif pada investasi yang dilakukan tetapi mereka mengharapkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* pasar yang sedang mengalami penurunan hingga di bawah nol.

Berdasarkan data yang diperoleh sebagaimana terlampir pada lampiran 3 dan 5, pergerakan *return* saham dan *return* pasar dapat dilihat pada gambar 3 berikut ini.



Gambar 3

Average Expected Return dan *Average Market Return* selama Periode Peristiwa

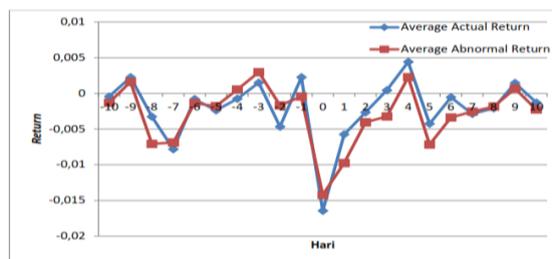
Sumber: hasil pengolahan data

Pada gambar di atas terlihat bahwa pada periode peristiwa tren pergerakan *average expected return* hampir selalu searah dengan pergerakan *average market return*. Arah yang berlawanan terjadi pada saat H-4 ke H-3, H-1 ke H-0, dan H+4 hingga H+6. Perbedaan arah ini dapat dipengaruhi oleh beta saham perusahaan- perusahaan yang nilai *expected return*-nya dimasukkan dalam *average expected return*. Selain itu, dari gambar tersebut terlihat bahwa *return* yang diharapkan investor selalu melebihi rata-rata *return* pasar, kecuali mulai H-2 sampai dengan *event date* di mana selisih rata-rata *return* pasar lebih besar dibandingkan *average expected return* yaitu 0,02% pada H-2, 0,096% pada H-1 dan 0,026% pada saat *event date*.

Abnormal Return* atau *Return Tak Normal

Selama periode peristiwa sebagian besar *average abnormal return* memiliki nilai negative, yaitu sebesar 75% sedangkan sisanya bernilai positif. Pada 10 hari sebelum *event date*, *average abnormal return* positif sebanyak 3 hari sementara pada 10 hari setelah *event date* hanya sebanyak 2 hari. Hal ini didukung dengan nilai *cumulative average abnormal return* pada 10 hari sebelum dan 10 hari setelah *event date* berbeda dimana *cumulative average abnormal return* pada *pre event* sebesar -0.0154 dan *post event* sebesar -0.03128.

Pergerakan *average abnormal return* memiliki pola yang hampir sama dengan *average actual return*. Hal ini dapat digambarkan dalam gambar 4 berikut ini.



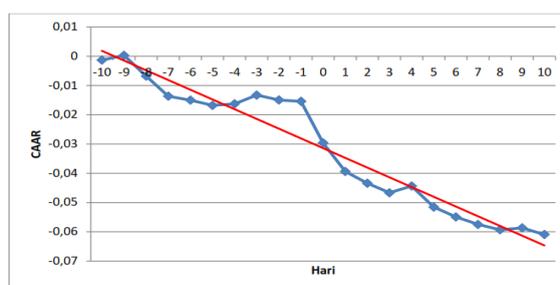
Gambar 4

Pergerakan *Average Abnormal Return* dan *Average Actual Return* Selama Periode Peristiwa
Sumber: hasil pengolahan data.

Penurunan tajam sebesar 0,02229 yang terjadi pada H-1 ke H-0 mengindikasikan bahwa pasar merespon dengan cepat terhadap pengumuman *rights issue* yang dilakukan oleh para emiten. Kenaikan *average abnormal return* secara gradual selama 4 hari berturut-turut pada H-0 hingga H+4 dapat mengisyaratkan adanya kemungkinan unsur emosi dalam pengambilan keputusan ketika H-0 akibat rasa was-was investor yang muncul di saat pengumuman *rights issue*.

Secara keseluruhan, *cumulative average abnormal return* yang menunjukkan indikasi pengaruh kumulatif pengumuman *rights issue* pada periode peristiwa. Selama periode peristiwa, *cumulative average abnormal return* (CAAR) bernilai negatif kecuali pada H-9 yang memiliki CAAR positif sebesar 0.000298 dimana hal ini karena *average abnormal return* di hari tersebut juga positif dan lebih besar dari pada H-10. Sementara itu, di akhir periode peristiwa, nilai CAAR sebesar -0.0609 yang berarti mengalami penurunan relatif tajam sejak akhir *pre event* (H-1) yang berada di angka -0.0153 atau mengalami penurunan hampir sekitar 300% dibandingkan H-1.

Selanjutnya, selain memiliki nilai negatif hampir di sepanjang periode peristiwa, CAAR pada penelitian ini memiliki tren yang cenderung menurun sebagaimana ditunjukkan gambar 5 berikut ini.



Gambar 5

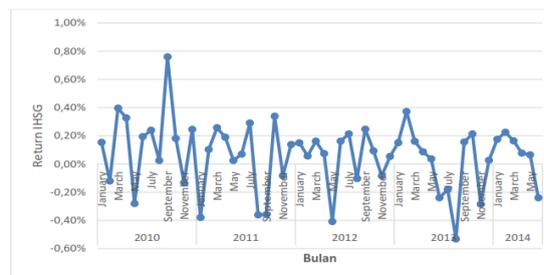
Pergerakan *Cumulative Average Abnormal Return* selama Periode Peristiwa
Sumber: hasil pengolahan data

Pada gambar 5 tersebut di atas, garis lurus yang memotong kurva CAAR menunjukkan kecenderungan pergerakan CAAR yang menurun. Meskipun di beberapa titik terlihat adanya kenaikan, namun masih terlalu kecil bila dibandingkan penurunannya. Penurunan terbesar CAAR terjadi pada H-1 ke H-0 dengan nilai penurunan sebesar -1.422% dan diikuti oleh H-0 ke H+1 senilai -0.97%. Sementara itu, nilai CAAR terbesar pada saat H+9 yaitu 0.0298% dan terendah ketika H+10 sebesar -6.09%.

Market Return (Return Pasar)

Kondisi pasar modal pada periode penelitian ini yaitu mulai Januari 2010 sampai dengan Juni 2014 stabil dan cenderung membaik. Menurut data *return* pasar dalam hal ini *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan sejak bulan Januari 2010 sampai dengan bulan Juni 2014, rata-rata *return* IHSG adalah sebesar 0.061%. Rata-rata positif ini dapat dimaknai bahwa pasar modal dalam kondisi membaik setelah terpaan krisis tahun 2008.

Berdasarkan data yang diperoleh sebagaimana terlampir pada lampiran 3, pergerakan *return* pasar periode Januari 2010 sampai dengan Juni 2014 dapat dilihat pada gambar 6 tersebut berikut ini:



Gambar 6

Market Return Bulanan 1 Januari 2010 – 30 Juni 2014

Sumber: hasil pengolahan data

Pada gambar 6 tersebut di atas terlihat bahwa dari 54 bulan pengamatan *market return*, sebagian besar memiliki *return* positif. Tercatat hanya 15 dari 54 bulan pengamatan yang memiliki *market return* negatif. *Return* terbesar terjadi pada akhir bulan September 2010 dengan nilai *return* 0,76% sedangkan *return* terendah ada pada akhir bulan Agustus 2013 yaitu sebesar -0,53%.

Penentuan α dan β

Selain *market return*, variabel yang diperlukan untuk mencari *expected return* menggunakan model pasar adalah α dan β . Variabel α berhubungan dengan peristiwa mikro perusahaan yang hanya mempengaruhi perusahaan tertentu saja, sedangkan variabel β menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap *return* pasar. Pada penelitian ini nilai kedua variabel tersebut konstan dari waktu ke waktu dengan perhitungannya yang menggunakan *data analysis* pada *Microsoft Excel* berdasarkan data historis *return* 61 sekuritas dan *return* pasar selama 200 hari. 61 data emiten yang diamati terdapat 25 variabel α yang bernilai negatif. Hal itu menunjukkan bahwa apabila *return* pasar bernilai nol maka *expected return* akan bernilai negatif. Sementara itu, hampir semua emiten dalam pengamatan ini memiliki variabel β yang bernilai positif kecuali terdapat 2 emiten yang memiliki variabel β yang bernilai negatif. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat 59 sekuritas yang memiliki hubungan perubahan *return* searah dengan *return* pasar dan 2 sekuritas memiliki hubungan perubahan *return* berlawanan dengan *return* pasar. Dalam praktik sebenarnya jarang ditemui sekuritas yang memiliki β negatif, namun secara teoritis hal ini bisa saja terjadi seperti halnya pengamatan di atas.

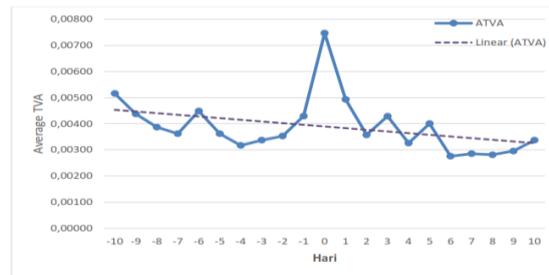
Valuasi *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Dalam penelitian ini setelah dilakukan perhitungan valuasi menggunakan model CAPM, diperoleh hasil valuasi saham emiten yang melakukan pengumuman *rights issue* periode Januari 2010 sampai dengan Juni 2014.

Berdasarkan 61 pengumuman *rights issue* hanya terdapat 15 emiten yang memiliki valuasi *undervalued* yaitu Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk (BTPN), Delta Dunia Makmur Tbk (DOID), Kresna Graha Sekurindo Tbk (KREN), Lippo Securities Tbk (LPPS), Modernland Realty Tbk (MDLN), Panin Financial Tbk (PNLF), Bhuwantala Indah Permai Tbk (BIPP), Bank Sinarmas Tbk (BSIM), Eksploitasi Energi Indonesia Tbk (CNKO), Keramik Indonesia Assosiasi Tbk (KIAS), Samindo Resources Tbk (MYOH), Rukun Raharja Tbk (RAJA), Bank Bukopin Tbk (BBKP), Panorama Transportasi Tbk (WEHA), dan Capitalinc Investment Tbk (MTFN). Hasil ini juga menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan melakukan *rights issue* pada saat valuasi saham mereka *overvalued* dimana hal tersebut sesuai dengan teori *market timing*.

Likuiditas Saham (Volume Perdagangan)

Trading volume turnover dihitung dengan membagi jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada hari t dengan jumlah saham beredar (*outstanding shares*) emiten pada hari t . Pergerakan *trading volume activity* (TVA) dapat dilihat sebagaimana tersebut pada gambar 7 berikut dibawah ini:



Gambar 7
Average Trading Volume Activity

Sumber: hasil pengolahan data

Pada gambar 7 tersebut di atas, garis lurus yang memotong kurva ATVA menunjukkan kecenderungan pergerakan ATVA yang menurun. Meskipun di beberapa titik terlihat adanya kenaikan, namun masih terlalu kecil bila dibandingkan penurunannya. Peningkatan terbesar ATVA terjadi pada H-1 ke H-0 dengan nilai peningkatan sebesar 0.00317 sedangkan penurunan terbesar terjadi pada H-0 ke H+1 dengan nilai -0.00253.

Pilihan *Underwriter*

Pada penelitian ini, reputasi *underwriter* dibagi dua yaitu *underwriter* yang termasuk 5 besar dan *underwriter* yang tidak termasuk 5 besar. *Underwriter* yang masuk 5 besar adalah PT. Danareksa Sekuritas Tbk, PT. Mandiri Sekuritas, PT Bahana Securities, PT. Sinarmas Sekuritas, dan PT. CIMB Securities Indonesia.

Berdasarkan hasil pengolahan, pilihan *underwriter* yang dilakukan emiten ketika melakukan *rights issue* periode Januari 2010 sampai dengan Juni 2014 dapat dilihat bahwa sebagian besar emiten menggunakan *underwriter* yang tidak termasuk 5 besar. Hanya 16,39% emiten yang menggunakan *underwriter* yang masuk lima besar, yaitu Bank Mandiri Tbk (BMRI), Bumi Serpong Damai Tbk (BSDE), Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk (BTPN), Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk (AISA), Multistrada Arah Sarana Tbk (MASA), Bank Tabungan Negara Tbk (BBTN), Tri Bayan Tirta Tbk (ALTO), Laguna Cipta Griya Tbk (LCGP), Garuda Indonesia Tbk (GIAA), dan Inti Bangun Sejahtera Tbk (IBST).

Hasil Pengujian Hipotesis

Abnormal Return Negatif di Sekitar Tanggal Pengumuman *Rights Issue*

Average abnormal return para periode peristiwa bernilai negatif meskipun terdapat 5 hari dalam periode tersebut yang memiliki nilai positif. Sementara itu, *average abnormal return* pada 21 hari periode peristiwa secara statistik tidak signifikan, kecuali H-7, H-0, H+1, dan H+5. Rata-rata *return* tak normal pada H-7 dan H+5 merupakan nilai yang signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan pada H-0 dan H+1, *average abnormal return* keduanya signifikan pada tingkat 1%.

Signifikansi *average abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*, mengindikasikan adanya kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya reaksi di pasar yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return*. Sifat *abnormal return* yang terjadi pada peristiwa ini sangat cepat dan tidak berkepanjangan, yaitu pada hari pengumuman dan sehari sesudahnya di mana para pelaku pasar segera menyerap *abnormal return* menuju harga keseimbangan yang baru. *Average abnormal return* negatif pada saat pengumuman *rights issue* dan sehari sesudahnya menunjukkan bahwa peristiwa tersebut dianggap pasar sebagai berita buruk yang mengandung nilai ekonomis menurunkan nilai perusahaan.

Average abnormal return negatif yang signifikan pada tingkat 5% atau lebih 7 hari sebelum peristiwa dapat mengisyaratkan adanya kebocoran informasi sebelum resmi di-*release* oleh perusahaan. Meskipun demikian, nilai *average abnormal return* dan signifikansi pada H-7 dan H+5 masih terbilang kecil yaitu sebesar -0,69% dan -0,72% dibandingkan *average abnormal return* H-0 dan H+1 dimana nilai masing-masing sebesar -2,07% dan -1,23% dengan tingkat signifikansi 1% atau lebih. Sementara itu, *cumulative average abnormal return* (CAAR) selama periode peristiwa H- 10 hingga H+10 dan H-5 hingga H+5 dapat dilihat pada tabel 3 berikut dibawah ini:

Tabel 3

| Signifikansi <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> Pada Periode Peristiwa | | |
|---|---|----------|
| Periode Peristiwa | <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> | t-hitung |
| -10 sampai +10 | -0.0609*** | -3.0402 |
| -5 sampai +5 | -0.0365*** | -2.5179 |

*** = signifikansi pada tingkat 1% ($t < -2.390$ untuk pengujian satu sisi dengan $k=61$)

Sumber: hasil pengolahan data

Cumulative average abnormal return perusahaan yang melakukan pengumuman *rights issue* adalah negatif (-6,09%) dan signifikan pada akhir hari +10. Demikian pula di akhir hari +5 menunjukkan hasil negatif (-3,65%) dan signifikan pada tingkat 1%. *Cumulative average abnormal return* negatif dan signifikan pada kedua periode peristiwa tersebut serta

average abnormal return negatif dan signifikan di H- 0 dan H+1 menunjukkan dukungan yang kuat untuk menerima H1 yaitu terdapat *abnormal return* negatif di sekitar pengumuman *rights issue*.

Penurunan Volume Perdagangan di Sekitar Tanggal Pengumuman *Rights Issue*

Hasil pengujian terhadap signifikansi *trading volume activity* pada periode peristiwa pengumuman *rights issue* Januari 2010 sampai dengan Juni 2014 terlihat bahwa pada periode peristiwa, *average trading volume activity* memiliki nilai yang positif. *Average* TVA terbesar terjadi pada *event date* (H-0) dengan nilai 0.747 %sedangkan *average* TVA terendah terjadi pada H+8 yaitu sebesar 0.281%. Kenaikan *average* TVA terbesar terjadi pada H-1 hingga H-0 dengan kenaikan sebesar 0.00317 atau 89,1%, sedangkan penurunan terbesar terjadi pada H-0 hingga H+1 dengan penurunan sebesar 0.00253 atau sebesar 34%. Secara keseluruhan *average* TVA 10 hari sesudah pengumuman mengalami penurunan dibandingkan dengan *average* TVA sebelum pengumuman *rights issue*. Sementara itu, hasil pengolahan data menyatakan bahwa terdapat pengaruh dari pengumuman terhadap likuiditas saham diprosikan dengan *trading volume activity*. Hal ini dapat dilihat dari *average* TVA pada 21 hari periode peristiwa secara statistik signifikan pada tingkat 5% dan 1%.

Tabel 4
Cumulative Average TVA

| Deskripsi | Nilai |
|---------------------------------------|---------|
| <i>Cumulative Average</i> TVA Sebelum | 0.03949 |
| <i>Cumulative Average</i> TVA Sesudah | 0.03481 |
| t-hitung | 1,473 |
| Sig | 0,0732 |

Sumber: hasil pengolahan data

Selain itu juga *Cumulative Average TVA* menunjukkan tren menurun dimana pada *pre event* dengan nilai 0.0395 lebih besar dibandingkan dengan *post event* 0.0348. Dengan kata lain terjadi penurunan sebesar 0,00468 atau 11,85% dengan t- hitung sebesar 1,473 (lebih kecil dari t-tabel sebesar 1,671) dan signifikan pada tingkat 10%. *Cumulative average abnormal return* negatif dan signifikan pada kedua periode peristiwa tersebut serta *average abnormal return* negatif dan signifikan di H-0 dan H+1 menunjukkan dukungan yang kuat untuk menerima H2 yaitu terdapat penurunan volume perdagangan di sekitar pengumuman *rights issue*.

Saham *Undervalued* dan *Abnormal Return* Positif

Average abnormal return saham perusahaan *undervalued* yang melakukan pengumuman *rights issue* periode Januari 2010 sampai dengan Juni 2014 pada H-0 memiliki nilai positif yang lebih tinggi yaitu sebesar 4,59% daripada *average abnormal return* keseluruhan yaitu sebesar -2,07% dan *average abnormal return* saham *overvalued* yaitu sebesar -3,38%. Berdasarkan uji statistik nilai tersebut signifikan pada tingkat 1% dengan t-hitung 6,012 yang lebih besar daripada t-tabel 2,947.

Tabel 5
Tabel Kontinjensi *Abnormal Return* dan Valuasi

| Abnormal Return | Valuasi | | Total |
|-----------------|-------------|------------|-----------|
| | Undervalued | Overvalued | |
| Positif | 12 | 11 | 23 |
| Negatif | 3 | 35 | 38 |
| Total | 15 | 46 | 61 |

Sumber: hasil pengolahan data

Selanjutnya, pada tabel 5 tersebut di atas menunjukkan jumlah saham yang melakukan *rights issue* berdasarkan *abnormal return* yang diperoleh beserta valuasinya. Pada tabel tersebut terlihat bahwa sebagian besar saham yang mengalami *undervalued* memperoleh *abnormal return* positif. Secara kasar, *odds* atau kemungkinan saham yang mengalami *undervalued* mendapatkan *abnormal return* positif daripada *abnormal return* negatif adalah 12 : 3 atau 80%.

Koefisien logit untuk valuasi yaitu 2,544 untuk kategori *undervalued* terkait dengan *overvalued*. Nilai koefisien positif berarti kategori tersebut berpengaruh positif terhadap *abnormal return* positif. Peluang terjadinya *abnormal return* positif yang diakibatkan oleh pengaruh saham *undervalued* sebesar 12,727 kali (lihat $\text{Exp}(B)$ atau $e^{2,544}$) lebih tinggi dibandingkan dengan pengaruh saham *overvalued*. Dengan kata lain, saham *undervalued* secara signifikan ($p\text{-value} < 0,05$) lebih meningkatkan kemungkinan terjadinya *abnormal return* positif dibandingkan saham *overvalued*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H3 diterima yang berarti bahwa saham yang mengalami *undervalued* akan menghasilkan *abnormal return* positif.

Saham *Overvalued* dan *Abnormal Return* Negatif

Average abnormal return saham yang mengalami *overvalued* pada H-0 memiliki nilai negatif yang lebih rendah yaitu sebesar -3,38% daripada *average abnormal return* keseluruhan yaitu sebesar -2,07%. Pada uji signifikansi pun ditemukan bahwa *average*

abnormal return saham *overvalued* negatif dan signifikan pada tingkat 1% dengan t-hitung -9,362 lebih kecil daripada t-tabel sebesar -2,701. Selain itu sebagian besar saham yang mengalami *overvalued* memperoleh *abnormal return* negatif. Secara kasar, *odds* atau kemungkinan saham yang mengalami *overvalued* mendapatkan *abnormal return* negatif daripada *abnormal return* positif adalah 35 : 11 atau 76,1%.

Koefisien logit untuk valuasi yaitu 2,544 untuk kategori *overvalued* terkait dengan *undervalued*. Nilai koefisien positif berarti kategori tersebut berpengaruh positif terhadap *abnormal return* negatif. Peluang terjadinya *abnormal return* negatif akibat pengaruh saham *overvalued* sebesar 12,727 kali (lihat $\text{Exp}(B)$ atau $e^{2,544}$) lebih tinggi dibandingkan dengan pengaruh saham *undervalued*. Dengan kata lain, saham *overvalued* secara signifikan ($p\text{-value} < 0,05$) lebih meningkatkan kemungkinan terjadinya *abnormal return* negatif dibandingkan saham *undervalued*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H4 diterima yang berarti bahwa saham yang mengalami *overvalued* akan menghasilkan *abnormal return* negatif.

Reputasi Underwriter 5 Besar dan Abnormal Return Positif

Average abnormal return saham perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar pada H-0 memiliki nilai negatif, namun dengan nilai yang lebih rendah yaitu sebesar -0.05397% daripada *average abnormal return* keseluruhan yaitu sebesar -2,07%. Bahkan *average abnormal return* saham perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar pada H-0 memiliki nilai negatif yang lebih rendah daripada *average abnormal return* perusahaan yang tidak menggunakan *underwriter* 5 besar yaitu sebesar 1,63%. Selain itu nilai t-hitung sebesar -0,6331 yang lebih besar daripada t-tabel (-1,86) merupakan nilai yang tidak signifikan pada tingkat 5% atau lebih. sebagian besar saham perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar memperoleh *abnormal return* negative dan hanya 3 emiten yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar memperoleh *abnormal return* positif. Secara kasar, *odds* atau kemungkinan saham perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar mendapatkan *abnormal return* positif daripada *abnormal return* negatif adalah 3:7 atau 30%.

Koefisien logit untuk reputasi *underwriter* yaitu -0,677 untuk kategori *underwriter* yang masuk 5 besar terkait dengan *underwriter* yang diluar 5 besar. Nilai koefisien negatif berarti kategori tersebut tidak berpengaruh atau berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* positif. Peluang terjadinya *abnormal return* positif akibat pengaruh penggunaan

underwriter yang masuk 5 besar sebesar 0,508 kali (lihat $\text{Exp}(B)$ atau $e^{-0,677}$) dibandingkan dengan pengaruh penggunaan *underwriter* yang diluar 5 besar. Dengan demikian, *underwriter* yang masuk 5 besar tidak signifikan ($p\text{-value} > 0,05$) mengurangi kemungkinan terjadinya *abnormal return* positif dibandingkan *underwriter* yang diluar 5 besar. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H_5 ditolak yang berarti bahwa saham yang perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar tidak akan menghasilkan *abnormal return* positif.

Reputasi *Underwriter* 5 Besar dan Peningkatan TVA

Pada saat tanggal pengumuman pergerakan *trading volume activity* saham perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar sebesar 0,742% hampir sama dengan TVA saham seluruh perusahaan sebesar 0,747% dan perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang diluar 5 besar sebesar 0,747%. Namun kenaikan TVA perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar paling kecil yaitu sebesar 0,15% dibandingkan kenaikan TVA seluruh perusahaan sebesar 0,32% dan perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang diluar 5 besar sebesar 0,34%. Pada uji signifikansi ditemukan bahwa TVA saham perusahaan yang menggunakan menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar dan tidak signifikan pada tingkat (sig sebesar 0,154) dengan t-hitung 1,6 lebih kecil daripada t-tabel sebesar 1,86.

Koefisien logit untuk reputasi *underwriter* yaitu -0,582 untuk kategori *underwriter* yang masuk 5 besar terkait dengan *underwriter* yang diluar 5 besar. Nilai koefisien negatif berarti kategori tersebut berpengaruh negatif terhadap kenaikan TVA. Peluang terjadinya kenaikan TVA akibat pengaruh penggunaan *underwriter* yang masuk 5 besar sebesar 0,559 kali (lihat $\text{Exp}(B)$ atau $e^{-0,582}$) dibandingkan dengan pengaruh penggunaan *underwriter* yang diluar 5 besar. Dengan kata lain, *underwriter* yang masuk 5 besar tidak signifikan ($p\text{-value} > 0,05$) mengurangi kemungkinan terjadinya kenaikan TVA dibandingkan *underwriter* yang diluar 5 besar. Sehingga dapat disimpulkan bahwa H_6 ditolak yang berarti bahwa saham yang perusahaan yang menggunakan *underwriter* yang masuk 5 besar tidak akan menghasilkan kenaikan TVA pada saat pengumuman.

SIMPULAN

1. Terdapat *average abnormal return* negatif di sekitar tanggal pengumuman *rights issue*. Reaksi pasar dalam menanggapi pengumuman tersebut sangat cepat dan tidak berlarut-larut membuat harga-harga saham bergerak dengan semestinya untuk

mencerminkan informasi yang baru sehingga mengindikasikan bahwa sesuai dengan *efficient market hypothesis* pasar modal mencapai efisiensi bentuk setengah kuat (*semi-strong form*).

2. Terdapat penurunan volume perdagangan saham di sekitar pengumuman *rights issue*. Penerbitan saham tambahan seringkali diinterpretasikan sebagai *negative signalling* atas ekspektasi manajemen.
3. Saham-saham *undervalued* akan menghasilkan *abnormal return* positif pada saat pengumuman *rights issue*.
4. Saham-saham *overvalued* akan menghasilkan *abnormal return* negatif pada saat pengumuman *rights issue*.
5. Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar tidak akan menghasilkan *abnormal return* positif.
6. Reputasi *underwriter* yang masuk 5 (lima) besar tidak akan menghasilkan kenaikan volume perdagangan.

DAFTAR PUSTAKA

- Booth, James R, Lena Chua Booth, and Daniel Deli. 2010. Choice of Underwriters in Initial Public Offerings. *Journal of Business and Policy Research*, 5 (2), pp: 131-158
- Catranti, Aski. 2009. Pengaruh *Rights Issue* terhadap Imbal Hasil Saham dan Volume Perdagangan. *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*, hlm. 188- 203.
- Dash, Mihir dan Rao, Rishika. 2009. Asset Pricing Models in Indian Capital Markets. *Social Science Research Network*.
- Dimovski, William et al. 2011. Underwriter Reputation and Underpricing: Evidence From the Australian IPO Market. *Review Of Quantitative Finance And Accounting*, 37, pp: 409-426.
- Fahmi, Irham dan Saputra, Mulia. 2011. Analysis of Financial Performance In a Form Of Financial Ratio Before And After Right Issue at The Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(24), pp: 129-136.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi Edisi 7*. Semarang: Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Gudono. 2014. *Analisis Data Multivariat*. Edisi 3. Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, Jogiyanto. 2010. *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. Yogyakarta: BPFE.

- Hartono, Jogiyanto. 2010. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Yogyakarta : BPFE.
- Hartono, Jogiyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 8*. Yogyakarta: BPFE.
- Horne, James C Van, dan Wachowicz, John M. Jr. 2009. Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan. Buku 2 Edisi 13. Terjemahan Quratul'ain Mubarakah. Jakarta : Salemba Empat.
- Husnan, Suad. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* Edisi 4. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- Kristantari, I Dewa Ayu. 2012. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Underpricing* Saham Pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia". *Tesis*. Universitas Udayana. Bali.
- Malhotra, Madhuri., Thenmozhi M., dan Arum Kumar Gopalswamy. 2012.
- Liquidity Changes around Bonus and Right Issue Announcement : Evidence from Manufacturing and Service Sectors in India. *MPARA Paper*, pp: 28-34.
- Marisetty, Vijaya B; Alastair Marsden dan Madhu Veeraraghavan. 2008. Price Reaction to Right Issue in the Indian Capital Market, *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, pp: 316-340.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., dan Jordan, Bradford D. 2008. *Pengantar Keuangan Perusahaan* Buku 2 Edisi 8. Terjemahan Ali Akbar
- Suresha, B dan Gajendra Naidu. 2012. An Empirical Study On Announcement Effect of Right Issue On Sahre Price Volatility And Liquidity And Its Imapact On Market Wealth Creation of Informed Investors in Bangalore with Special Reference to CNX Nifty Stocks of NSE. *EXCEL International Journal of Multidisciplinary Management Studies*, 2(7), pp: 41-58.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Thornton, Barry., Adams, Michael., Hall, George. 2009. Do Underwriters Create Value in the Determination of the IPO Final Offering Price? *The Journal of Applied Business Research*. 25 (6): 1-11.
- Widianita, Sulistiarni. 2009. *Analisis perbandingan keakuratan CAPM dan APT dalam memprediksi return saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. UIN Syarif Hidayatullah Jakarta.

Halaman ini sengaja dikosongkan
(this page intentionally left blank)