

**TRANSFER INFORMASI INTRA-INDUSTRI ATAS PENGUMUMAN
HAK MEMESAN EFEK TERLEBIH DAHULU (HMETD) DI BURSA
EFEK INDONESIA
JURNAL PENELITIAN**



Ditulis oleh:

Nama : Embun Arafah

Nomor Mahasiswa : 13311077

Jurusan : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2017

**TRANSFER INFORMASI INTRA-INDUSTRI ATAS PENGUMUMAN
HAK MEMESAN EFEK TERLEBIH DAHULU (HMETD) DI BURSA
EFEK INDONSEIA**

Jurnal Penelitian

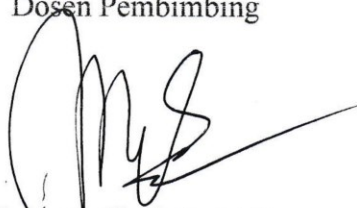
Ditulis oleh:

Nama : Embun Arafah
Nomor Mahasiswa : 13311077
Jurusan : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 24 Oktober 2017

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing



Abdur Rafik, S.E., M.Sc.

Transfer Informasi Intra-Industri atas Pengumuman Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) di Bursa Efek Indonesia

Embun Arafah
Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia
embunarafah1209@gmail.com

Abstract

The aim of this study is to figure out the phenomenon of the information transfer of intra-industry on the announcement of the issuance of Pre-emptive Rights (HMETD) in Indonesia in the period of 2009 to 2016. This study sampled 96 issuer companies and 1205 non-issuer companies selected using a purposive sampling. Testing information content on HMETD would be done with *one sample t-test* on the *average cumulative abnormal return* score of issuer and non-issuer companies in period t-10 to t+10 around the issuance of HMETD. The result of the research showed no information about HMETD announcement on the issuer and non-issuer companies. The significant abnormal return values were not found during the window period; thus confirming that the HMETD announcement did not result in the transfer of intra-industry information to other companies in the same sector.

Keywords: *intra-industry effect, right issue, seasoned equity offering, abnormal return.*

October 21, 2017

TRANSLATOR STATEMENT

The information appearing herein has been translated by a Center for International Language and Cultural Studies of Islamic University of Indonesia
CILACS UII JI. DEMANGAN BARU NO 24
YOGYAKARTA, INDONESIA.
Phone/Fax: 0274 540 255

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya fenomena transfer informasi intra-industri pada pengumuman penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) di Indonesia periode 2009-2016. Penelitian ini mengambil sampel 96 perusahaan *issuer* dan 1205 perusahaan *non-issuer* yang dipilih menggunakan *purposive sampling*. Pengujian kandungan informasi atas HMETD akan dilakukan dengan metode *one t test sample* pada nilai *average cumulative abnormal return* perusahaan *issuer* dan *non-issuer* pada periode t-10 sampai dengan t+10 di sekitar penerbitan HMETD. Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya kandungan informasi atas pengumuman HMETD pada perusahaan *issuer* dan *non-issuer*. Nilai *abnormal return* yang signifikan tidak ditemukan selama periode jendela sehingga mengkonfirmasi bahwa pengumuman HMETD tidak menyebabkan transfer informasi intra-industri pada perusahaan lain dalam sektor industri yang sama.

Kata kunci: Transfer informasi intra-industri, HMETD, *abnormal return*.

Latar Belakang

Pasar modal merupakan salah satu sarana bagi perusahaan untuk memperoleh tambahan modal. Perusahaan dapat memperoleh tambahan dana dengan melakukan penawaran perdana (*Initial Public Offering*), penawaran berkala (*seasoned equity offering*), dan *private placement*. IPO (*initial public offering*) merupakan penawaran perdana saham kepada investor umum sedangkan *private placement* adalah penjualan sekuritas kepada investor tertentu (Brealey, Myers, & Marcus, 2001). Penawaran berkala merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan yang telah terdaftar di pasar modal (Megginson, 1997). Penawaran berkala dapat dilakukan dengan *general cash offer* dan *right issue* (HMETD).

Penambahan modal yang banyak diminati di Indonesia adalah penerbitan *right issue* atau lebih dikenal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). HMETD merupakan pemberian hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga dan dalam jangka waktu tertentu. Beberapa alasan yang mendasari perusahaan menerbitkan HMETD misalnya untuk investasi jangka panjang, menambah modal perusahaan, atau untuk pembayaran hutang (Purwanto, 2004).

Adanya perilisasi informasi baru ke pasar dapat mengakibatkan reaksi yang beragam dari investor. Penelitian terkait reaksi investor atas penerbitan HMETD pernah dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1986), Tsangarakis (1996), Fung, Leung, dan Zhu (2008), Masulis dan Korwar (1986), Espenlaub, Siougle, dan Strong (2008), Shahid, Xinping, Mahmood, dan Usman (2010), dan Tan, Chng, dan Tong (2002). Penelitian yang dilakukan Asquith dan Mullins (1986) dan Masulis dan Korwar (1986) menemukan adanya reaksi investor yang negatif terhadap pengumuman HMETD. Sementara itu, penelitian yang dilakukan Tsangarakis (1996) dan Tan, Chng, dan Tong (2002) menemukan reaksi yang positif di sekitar pelaksanaan HMETD.

Di Indonesia sendiri penelitian berkaitan dengan pengumuman HMETD telah dilakukan oleh Catranti (2009), Dewi dan Putra (2013), dan Pratama dan Sudhiarta (2012). Secara umum penelitian tersebut menguji reaksi investor atas pengumuman HMETD. Hasil penelitian Catranti (2009) menemukan adanya reaksi investor signifikan yang berbeda pada *ex-date* dan *cum-date*. Sedangkan penelitian oleh Dewi dan Putra (2013) dan Pratama dan Sudhiarta (2012) menemukan tidak adanya reaksi investor yang signifikan di sekitar HMETD.

Selain memberikan dampak kepada perusahaan yang menerbitkan HMETD (*issuer*), beberapa penelitian menemukan adanya dampak yang diperoleh perusahaan pesaing dalam industri yang sama (*non-issuer*) dari pengumuman tersebut. Kondisi ini disebut dengan transfer informasi intra-industri atau *information spillover* (Schipper, 1990). Dalam transfer informasi intra-industri terdapat 2 efek yang muncul bergantung pada bagaimana investor menanggapi informasi tersebut, yaitu efek kontagion dan efek kompetitif (Lang & Stulz, 1992). Efek kontagion menunjukkan bahwa transfer informasi akan konsisten pada semua perusahaan dalam industri yang sama sedangkan efek kompetitif menjelaskan efek yang bertolak belakang.

Penelitian terkait transfer informasi intra-industri atas penerbitan HMETD telah dilakukan oleh Szewczyk (1992), Bradley dan Yuan (2013), Norhamida (2004), dan Saputra (2015). Secara umum penelitian tersebut menemukan bukti adanya intra-industri atas penerbitan HMETD. Bradley dan Yuan (2013) menemukan bahwa perusahaan *non-penerbit* memperoleh abnormal return positif signifikan pada *primary offering*. Penelitian oleh Norhamida (2004) juga menemukan adanya transfer informasi intra-industri atas penerbitan HMETD di Indonesia periode 1997-2002. Hasil yang berbeda diperoleh Saputra (2015) yang tidak menemukan transfer informasi intra industri pada HMETD Bank Mandiri tahun 2011.

Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut, peneliti tertarik untuk menguji transfer informasi intra-industri atas penerbitan HMETD di Indonesia periode 2009-2016. Dalam penelitian ini, metode penilaian *abnormal return* menggunakan metode *market model* dan sampel perusahaan *non-issuer* yang digunakan merupakan seluruh perusahaan yang berada dalam industri yang sama dengan perusahaan *issuer* dan memenuhi kriteria *purposive sampling*. Dengan pendekatan tersebut diharapkan penelitian ini memberikan kontribusi tambahan terhadap transfer informasi intra-industri dalam pengumuman HMETD di Indonesia.

Tinjauan Pustaka dan Hipotesis

1. Seasoned Equity Offering

Seasoned equity offering atau penawaran berkala merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan yang telah melakukan IPO di pasar modal, diluar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat (Megginson, 1997). Penawaran berkala dapat dilakukan dengan *general cash offer* dan *right offer (right issue)* (Brealey, Myers, & Marcus, 2001). *General cash offer* merupakan penjualan sekuritas kepada seluruh investor dengan mekanisme yang sama dengan penerbitan IPO. Penjualan sekuritas dengan cara ini dapat dilakukan melalui *second offerings*, *third offerings*, dan seterusnya. Sedangkan *right offer* merupakan penjualan sekuritas kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga dan jangka waktu tertentu.

Wild (2004) dalam Prabandari (2012) menjelaskan beberapa motivasi yang mendorong perusahaan melakukan *seasoned equity offerings* diantaranya, 1) memperoleh tambahan dana untuk investasi dengan harapan memperoleh profit; 2) memperbaiki struktur modal perusahaan; 3) meningkatkan likuiditas perusahaan; 4) meningkatkan nilai perusahaan; 5) mempertahankan persentase kepemilikan pemegang saham lama; dan 6) meningkatkan likuiditas saham.

2. Right Issue (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu)

Right issue merupakan penawaran hak (*rights*) yang diberikan kepada pemegang saham lama untuk membeli saham tambahan dengan harga tertentu dan dalam jangka waktu tertentu. Di Indonesia *right issue* dikenal dengan hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD). Menurut Fahmi dan Hadi (2009), *right issue* adalah pemberian hak pemegang saham lama untuk memesan terlebih dahulu saham emiten yang akan dijual dengan harga nominal tertentu.

HMETD merupakan hak yang berarti pemegang saham dapat tidak menggunakan hak tersebut dan membiarkan hangus atau menjual kepada pemegang saham lain. Apabila saham yang ditawarkan tidak terjual semuanya maka pembeli siaga (*standby buyer*) akan membeli sebagian atau seluruh sisa saham yang tidak diambil oleh pemegang HMETD.

Pada saat perusahaan melakukan HMETD maka pemegang saham lama akan memperoleh hak *preemptive (preemptive right)*. *Preemptive right* mempunyai 2 tujuan: pertama, untuk melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama. Kedua, untuk melindungi pemegang saham lama dari nilai yang merosot. Pada saat perusahaan menerbitkan saham baru maka jumlah saham yang beredar akan bertambah sehingga persentase kepemilikan pemegang saham lama akan berkurang. Hak *preemptive* diberikan untuk melindungi pemegang saham lama dari adanya dilusi kepemilikan. Dilusi kepemilikan akan mengakibatkan dilusi keuntungan yang diperoleh karena pemegang saham baru memiliki klaim dari sebagian pemasukan perusahaan dibandingkan sebelumnya.

Beberapa tujuan perusahaan melakukan HMETD adalah untuk menambah modal perusahaan, memperluas investasi, atau membayar hutang (Budiarto & Baridwan, 1999). Sedangkan, menurut Husnan (2009) dalam Bestari (2015), perusahaan menerbitkan HMETD seringkali adalah untuk menghemat biaya emisi, dan juga untuk menambah jumlah lembar saham yang diperdagangkan. Alasan perusahaan melakukan HMETD sangat beragam diantaranya untuk menambah modal perusahaan, diversifikasi produk, pembayaran hutang, dan investasi masa yang akan datang. Penerbitan saham dengan HMETD tidak membutuhkan biaya yang banyak dikarekamenjadi pilihan emiten sebagai sumber dana dikarenakan biaya yang lebih murah karena tidak menggunakan penjamin (*underwriter*).

Keberhasilan suatu HMETD dapat bergantung dari sudut pandang investor dalam menanggapi tujuan dari dilaksanakannya HMETD tersebut. Apabila tujuan pelaksanaan HMETD dalam pandangan investor dapat meningkatkan keuntungan dan struktur modal di masa yang akan datang maka kemungkinan besar investor akan menyerap HMETD tersebut. Namun apabila tujuan HMETD dianggap akan memberikan dampak negatif terhadap perusahaan, maka investor cenderung tidak akan mengeksekusi rights tersebut atau bahkan menjual saham lama yang dimiliki (Bestari, 2015).

3. Transfer Informasi Intra-Industri

Transfer informasi intra-industri atau *information spillover* merupakan peristiwa dimana pengumuman yang dilakukan suatu perusahaan tidak hanya berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan *reporter* tetapi juga berpengaruh kepada kinerja perusahaan *non-reporter* yang berada pada industri yang sama. Menurut Brown (1994) dalam Ferguson dan Crockett (2003), transfer informasi mengacu pada proses dimana informasi yang disampaikan ke pasar tentang satu perusahaan, firma yang mengumumkan, menyampaikan nilai informasi yang relevan tentang perusahaan non-pengumuman lainnya, biasanya terbatas pada perusahaan terkait atau perusahaan yang berada dalam industri yang sama. Foster (1986) dalam Almilia dan Kristijadi (2005) menyatakan bahwa transfer informasi intra-industri muncul pada saat suatu perusahaan mengumumkan informasi dan pengumuman tersebut berpengaruh terhadap perubahan harga saham perusahaan lain dalam sektor industri yang sama.

Menurut Schipper (1990) transfer informasi terjadi jika sebuah pengumuman yang dilakukan oleh satu kelompok dari satu atau lebih perusahaan secara bersamaan mempengaruhi keuntungan bagi kelompok lain dari satu atau lebih perusahaan yang tidak mengumumkan. Hameed *et al.* (2010) dalam Bradley dan Yuan (2013) berpendapat transfer informasi intra-industri sebagai sinkronitas return saham, di mana informasi terkait saham yang menonjol digunakan untuk menilai harga saham perusahaan terabaikan lainnya yang memiliki kesamaan fundamental. Transfer informasi intra-industri dapat terjadi pada berbagai macam peristiwa atau *corporate action*, seperti perubahan dividen, merger dan akuisisi, *right issue*, penawaran sekuritas, perubahan dividen, kebangkrutan, stock split, dan pengumuman laba

Schipper (1990) menjelaskan bahwa transfer informasi terjadi karena *industry commonalities* atau kesamaan industri. Perusahaan dalam industri yang sama cenderung akan menghadapi keadaan yang sama, sehingga pengumuman suatu perusahaan akan memberikan informasi tentang keadaan ketidakpastian pada pesaingnya. Adanya transfer informasi ini disebabkan karena dalam suatu industri terdiri dari perusahaan yang relatif sama sehingga investor mengartikan pengumuman suatu perusahaan sebagai informasi yang memiliki implikasi bagi perusahaan lainnya dalam industri yang sama. Semakin tinggi tingkat

homogenitas maka tingkat pengembalian perusahaan penerbit akan sesuai dengan perusahaan lain dalam industri (Kohers, 1999).

Lang dan Stulz (1992) menjelaskan bahwa dampak dari transfer informasi intra-industri dapat berbeda bergantung pada arah dari perubahan harga saham. Efek yang dapat timbul dari transfer informasi intra-industri adalah efek kompetitif (*competitive effect*) dan efek kontagion (*contagion effect*). *Contagion effect* merupakan efek yang terjadi saat harga saham perusahaan non-reporter bergerak kearah yang sama dengan perusahaan reporter. Sedangkan *Competitive effect* adalah efek yang terjadi saat harga saham perusahaan non-reporter bergerak kearah yang berlawanan dengan perusahaan reporter.

4. Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian terkait HMETD telah banyak dilakukan beberapa diantaranya, Scholes (1972), Asquith dan Mullins (1986), Masulis dan Korwar (1986), Espenlaub, Siougle, dan Strong (2008), Marsden (2000), dan Tsangarakis (1996). Penelitian yang dilakukan Scholes (1972), Asquith dan Mullins (1986), dan Masulis dan Korwar (1986) menemukan adanya reaksi investor yang negatif di sekitar pengumuman HMETD. Sementara itu, Tsangarakis (1996) dan Mahmood, dan Usman (2010), menemukan reaksi investor yang positif selama periode penelitian.

Pengujian kandungan informasi dalam HMETD di Indonesia sudah pernah dilakukan oleh Catranti (2009). Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat reaksi negatif dan positif yang signifikan disekitar pengumuman HMETD. Sementara itu, penelitian yang dilakukan Kusuma dan Suryanawa (2015) dan Dewi dan Putra (2013) tidak menemukan adanya *abnormal return* yang signifikan selama periode penelitian.

Berdasarkan hasil penelitian yang beragam tersebut, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut:

H1: pengumuman HMETD akan memberikan *abnormal return* yang signifikan kepada perusahaan issuer disekitar hari pengumuman.

Peneliti akan mengekstensi penelitian dengan melakukan pengujian reaksi perusahaan pesaing dalam industri yang sama atas pengumuman HMETD. Adanya reaksi yang diperoleh perusahaan pesaing akibat pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan lain dalam industri yang sama dinamakan transfer informasi intra-industri (Kohers, 1999). Transfer informasi intra-industri terjadi karena perusahaan dalam satu industri memiliki kecenderungan akan menghadapi keadaan yang sama (*industry commonalities*), sehingga pengumuman suatu perusahaan akan memberikan informasi tentang ketidakpastian keadaan pada pesaingnya (Schipper, 1990).

Penelitian yang dilakukan Lang dan Stulz (1992) menemukan bahwa dalam transfer informasi intra-industri, pergerakan harga saham perusahaan *non issuer* terbagi menjadi dua, yaitu efek kontagion dan efek kompetitif. Efek kontagion adalah efek yang terjadi saat harga saham perusahaan non-reporter bergerak kearah yang sama dengan perusahaan reporter sedangkan dalam efek kompetitif perusahaan non-reporter bergerak kearah yang berlawanan (Laux, Starks, dan Yoon, 1998).

Beberapa penelitian terkait transfer informasi intra-industri dalam penerbitan HMETD pernah dilakukan oleh: Szewczyk (1992), Norhamida (2004), Bradley dan Yuan (2013), dan Saputra (2015). Szewczyk (1992) menemukan bukti bahwa penerbitan saham baru menghasilkan *average abnormal return* yang negatif signifikan pada perusahaan *issuer* dan *non-issuer*. Penelitian oleh Bradley dan Yuan (2013) menemukan bukti bahwa dalam

secondary offering perusahaan *non-issuer* memperoleh *abnormal return* negatif yang signifikan dan reaksi yang ditunjukkan oleh perusahaan *non-issuer* termasuk dalam kategori efek kontagion. Saputra (2015) tidak menemukan adanya transfer informasi pada pengumuman HMETD di sektor perbankan.

Berdasarkan hasil penelitian yang beragam tersebut, maka dapat ditetapkan hipotesis sebagai berikut:

H2: pengumuman HMETD akan memberikan abnormal return yang signifikan kepada perusahaan *non-issuer* dalam industri yang sama.

Metode Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang menerbitkan HMETD pada periode 2009-2016 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria, 1) perusahaan yang melakukan HMETD selama periode 2009-2016; 2) jumlah perusahaan dalam satu sub-sektor minimal terdiri dari dua perusahaan; 3) perusahaan *issuer* dan *non-issuer* tidak melakukan *corporate action* lain selama periode jendela; 4) perusahaan *issuer* dan *non-issuer* yang termasuk dalam kode sektor 8 yaitu, sektor keuangan (*Finance*) dikeluarkan dari sampel penelitian karena sektor ini memiliki regulasi khusus dari pemerintah; 5) perusahaan *issuer* dan *non-issuer* melakukan perdagangan atau tidak termasuk dalam kelompok saham tidur selama periode estimasi; 6) untuk perusahaan *non-issuer*, perusahaan yang terdapat dalam sub sektor industri yang sama dengan perusahaan *issuer* dan setiap sub sektor memiliki minimal satu perusahaan *non-issuer*.

Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah *cum date* perusahaan yang menerbitkan HMETD, kode klasifikasi industri (JASICA), harga saham harian, dan indeks harga saham gabungan harian. Data tersebut dapat diperoleh melalui Kustodian Sentra Efek Indonesia (KSEI), IDX Fact Book, Osiris, dan Yahoo Finance.

Pengukuran reaksi pasar atas pengumuman HMETD pada perusahaan *issuer* dan *non-issuer* dilakukan dengan metode *event study* (studi peristiwa). Dalam penelitian ini transfer informasi intra-industri diukur dengan perubahan harga saham yang signifikan pada perusahaan *non-issuer*. Tahapan pertama yang dilakukan dalam *event study* adalah menentukan periode estimasi dan periode jendela. *Event date* dalam penelitian ini adalah *cum date* atau hari terakhir pendataan HMETD sehingga dianggap sebagai t_0 . *Cum date* merupakan tanggal paling awal dalam pelaksanaan HMETD yang tercatat dalam laporan yang diterbitkan KSEI. Periode estimasi ditetapkan untuk menentukan *expected return* dengan *market model* sedangkan periode jendela digunakan untuk mengukur *abnormal return* yang nantinya menjadi indikasi terjadinya transfer informasi intra-industri. Periode estimasi dalam penelitian ini adalah 95 hari sebelum periode penelitian. Untuk periode jendela ditetapkan pada 10 hari sebelum *event date* ($t-10$) sampai dengan 10 hari setelah *cum date* ($t+10$).

Pengukuran reaksi pasar atas pengumuman HMETD pada perusahaan *issuer* dan *non-issuer* dilakukan dengan mencari *abnormal return* dengan metode *market model*. Adanya reaksi perusahaan *issuer* dan *non-issuer* terhadap HMETD dibuktikan dengan adanya *cumulative abnormal return* yang signifikan pada periode penelitian. Efek kontagion dan efek kompetitif dapat diketahui dengan melihat arah pergerakan saham perusahaan *non-issuer*. Tabel 1 menyajikan sampel perusahaan yang termasuk dalam kelompok *issuer*.

Tabel 1. Sampel Perusahaan *Issuer*

Deskripsi	Jumlah sampel
-----------	---------------

Perusahaan yang melakukan HMETD selama 2009-2016	195
Perusahaan yang termasuk kategori keuangan (kode sub sektor 8)	(80)
Perusahaan yang tidak melakukan aktifitas perdagangan pada periode estimasi	(10)
Perusahaan yang melakukan <i>corporate action</i> lain pada periode jendela	(9)
Jumlah sampel akhir penelitian	96

Berdasarkan tabel 1 dapat dilihat bahwa terdapat 195 perusahaan yang menerbitkan HMETD pada 2009-2016 namun hanya 96 penerbitan HMETD yang memenuhi kriteria.

Tabel 2. Sampel Perusahaan *Non-Issuer*

Deskripsi	Jumlah sampel
Perusahaan yang termasuk dalam sub sektor yang sama dengan perusahaan <i>Issuer</i>	1632
Perusahaan yang melakukan <i>corporate action</i> pada periode jendela	(105)
Perusahaan yang tidak melakukan perdagangan dan tidak memiliki kelengkapan data	(322)
Jumlah sampel akhir penelitian	1205

Berdasarkan tabel 2 dapat dilihat bahwa terdapat 1632 perusahaan yang berada dalam kelompok sub sektor yang sama dengan perusahaan *non-issuer*. Setelah dilakukan *purposive sampling* diperoleh hasil akhir 1205 sampel perusahaan *non-issuer*.

Hasil dan Pembahasan

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan HMETD pada tahun 2009-2016 beserta perusahaan lain dalam sub sektor industri yang sama dengan perusahaan penerbit HMETD sebagai kelompok *non-issuer*. Populasi dalam penelitian adalah seluruh perusahaan *go public* yang menerbitkan HMETD selama periode 2009 sampai dengan 2016. Berdasarkan data yang dirilis oleh KSEI, terdapat 195 pengumuman HMETD selama periode penelitian. Dari 195 jumlah populasi tersebut, diperoleh hasil akhir 96 pengumuman HMETD yang telah sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Reaksi Pasar (*Unstandardized Average Abnormal Return*) pada Saham Perusahaan *Issuer* dan *Non-Issuer*

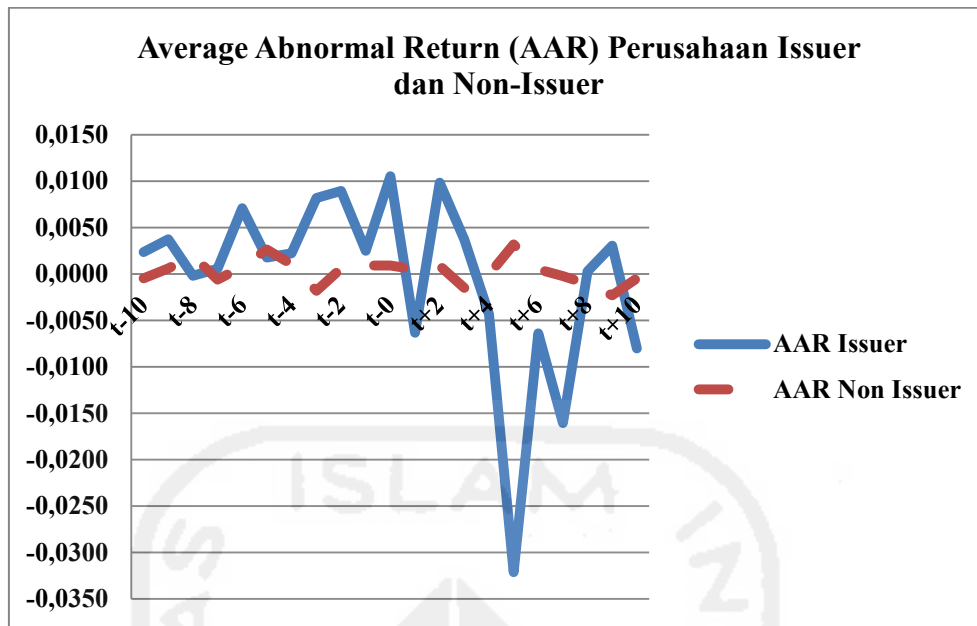
Periode	AAR		Min		Max		Stdev	
	<i>Issuer</i>	<i>Non-Issuer</i>	<i>Issuer</i>	<i>Non-Issuer</i>	<i>Issuer</i>	<i>Non-Issuer</i>	<i>Issuer</i>	<i>Non-Issuer</i>
t-10	0.0024	-0.0005	-0.1607	-0.2625	0.2054	0.2926	0.0414	0.0324
t-9	0.0037	0.0006	-0.0611	-0.3383	0.2299	0.2460	0.0440	0.0349
t-8	-0.0002	0.0020	-0.0712	-0.2753	0.1106	0.2175	0.0279	0.0344
t-7	0.0006	-0.0006	-0.1327	-0.4170	0.1834	0.3962	0.0379	0.0396

t-6	0.0071	0.0008	-0.0584	-0.2256	0.1828	0.3099	0.0362	0.0355
t-5	0.0018	0.0026	-0.1834	-0.1989	0.1833	0.3193	0.0447	0.0361
t-4	0.0022	0.0010	-0.1749	-0.2331	0.2920	0.2984	0.0538	0.0358
t-3	0.0082	-0.0018	-0.2384	-0.3430	0.3099	0.2723	0.0629	0.0350
t-2	0.0089	0.0006	-0.1120	-0.4258	0.2243	0.2243	0.0533	0.0360
t-1	0.0025	0.0009	-0.3607	-0.3297	0.2972	0.3021	0.0731	0.0343
t-0	0.0105	0.0009	-0.2690	-0.2054	0.2307	0.2902	0.0679	0.0305
t+1	-0.0063	0.0005	-0.8382	-1.5241	0.3772	0.3082	0.1238	0.0622
t+2	0.0098	0.0009	-0.0900	-0.2668	0.2757	0.3099	0.0610	0.0370
t+3	0.0037	-0.0015	-0.0988	-3.2031	0.2953	0.2926	0.0583	0.0984
t+4	-0.0043	-0.0001	-0.1738	-0.1781	0.2462	0.2950	0.0479	0.0332
t+5	-0.0321	0.0032	-0.4253	-0.2027	0.2232	0.3586	0.0811	0.0403
t+6	-0.0064	0.0005	-0.2851	-0.2693	0.2152	0.2946	0.0577	0.0345
t+7	-0.0160	-0.0002	-0.2739	-0.2907	0.1237	0.2935	0.0510	0.0348
t+8	0.0003	-0.0011	-0.3190	-0.3561	0.3293	0.1764	0.0654	0.0306
t+9	0.0031	-0.0023	-0.0881	-0.2797	0.1064	0.2524	0.0288	0.0316
t+10	-0.0080	-0.0005	-0.2218	-0.3989	0.2173	0.3046	0.0458	0.0389

Berdasarkan tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai *average abnormal return* perusahaan *issuer* mengalami reaksi positif dan negatif selama periode jendela. Terdapat 14 hari *average abnormal return* bernilai positif dan 7 hari *average abnormal return* bernilai negatif. Nilai minimum *average abnormal return* perusahaan *issuer* terjadi pada t+1 yaitu sebesar -0.8382 sedangkan nilai maksimum *average abnormal return* juga terjadi pada hari t+1 dengan nilai sebesar 0.3772. Nilai simpangan baku (*standard deviation*) tertinggi terdapat pada hari ke t+1 dengan nilai 0.1238. Pada *event date* (t0) diperoleh nilai *average abnormal return* sebesar 0.0105, nilai minimum sebesar -0.2690, nilai maksimum 0.2307, dan simpangan baku senilai 0.0679.

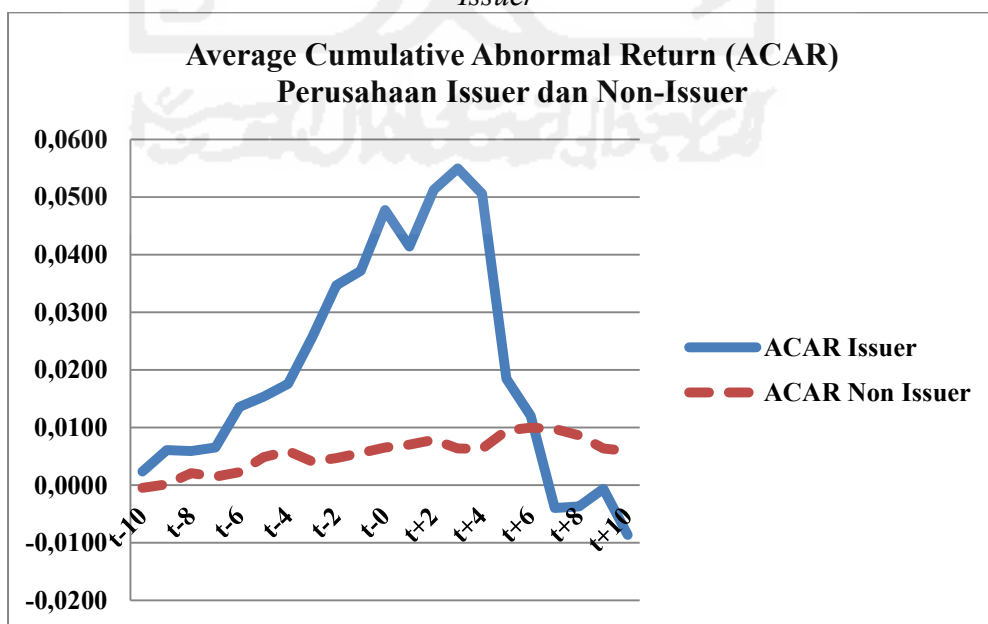
Sedangkan untuk perusahaan non-issuer dapat dilihat bahwa *average abnormal return* perusahaan *non-issuer* mengalami reaksi yang fluktuatif. Nilai minimum *average abnormal return* perusahaan *issuer* terjadi pada t+3 yaitu sebesar -3.2031 sedangkan nilai maksimum *average abnormal return* terjadi pada hari t-7 dengan nilai sebesar 0.3962. Nilai simpangan baku tertinggi terdapat pada hari ke t+3 dengan nilai 0.0984. Pada *event date* (t0) diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0009, nilai minimum sebesar -0.2668, nilai maksimum 0.2902, dan simpangan baku senilai 0.0305.

Gambar 1. Grafik AAR (*Average Abnnormal Return*) Perusahaan *Issuer* dan *Non-Issuer*



Berdasarkan gambar 1 dapat dilihat bahwa arah pergerakan AAR perusahaan *issuer* dan *non-issuer* mengalami siklus yang berbeda. Pergerakan AAR perusahaan *issuer* cenderung fluktuatif dibandingkan dengan AAR perusahaan *non-issuer*. Pada periode awal penelitian AAR perusahaan *issuer* berada pada nilai positif sebelum akhirnya mengalami penurunan pada nilai negatif pada t-7, selanjutnya kembali pada nilai positif. Kondisi fluktuatif ini terus terjadi hingga akhir periode penelitian dengan nilai AAR -0,0080. Sementara itu, AAR kelompok *non-issuer* mengalami perubahan namun tidak setajam pada kelompok *issuer*. Nilai AAR kelompok *issuer* tertinggi terletak pada t-1 sedangkan AAR tertinggi kelompok *non-issuer* terletak pada t+5.

Gambar 2. Grafik AAR (*Average Abnormal Return*) Perusahaan *Issuer* dan *Non-Issuer*



Gambar 2 menunjukkan bahwa ACAR perusahaan *issuer* berada pada titik positif hingga t+5 sebelum akhirnya mengalami penurunan hingga akhir periode. Nilai ACAR perusahaan *non-issuer* membentuk grafik yang meningkat namun tidak tajam dikarenakan perubahan yang terjadi tidak terlalu menonjol. Nilai ACAR kelompok *issuer* terendah terletak t+10 dan nilai ACAR kelompok *non-issuer* terendah terletak pada t-10.

Tabel 4. Pengujian Signifikansi Reaksi Pasar di Sekitar Pengumuman HMETD pada Perusahaan *Issuer*

Periode	ACAR	T Hitung	Keterangan
t-10	0.0024	0.1217	Tidak Signifikan
t-9	0.0061	0.2638	Tidak Signifikan
t-8	0.0059	0.2313	Tidak Signifikan
t-7	0.0065	0.2362	Tidak Signifikan
t-6	0.0136	0.4668	Tidak Signifikan
t-5	0.0154	0.5042	Tidak Signifikan
t-4	0.0176	0.5556	Tidak Signifikan
t-3	0.0258	0.7871	Tidak Signifikan
t-2	0.0347	1.0289	Tidak Signifikan
t-1	0.0372	1.0742	Tidak Signifikan
T0	0.0477	1.3459	Tidak Signifikan
t+1	0.0414	1.1424	Tidak Signifikan
t+2	0.0512	1.3856	Tidak Signifikan
t+3	0.0549	1.4587	Tidak Signifikan
t+4	0.0506	1.3204	Tidak Signifikan
t+5	0.0185	0.4740	Tidak Signifikan
t+6	0.0120	0.3049	Tidak Signifikan
t+7	-0.0040	-0.0996	Tidak Signifikan
t+8	-0.0037	-0.0911	Tidak Signifikan
t+9	-0.0006	-0.0157	Tidak Signifikan
t+10	-0.0087	-0.2079	Tidak Signifikan

Berdasarkan tabel 4 didapatkan hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan yang melakukan HMETD. Tabel 4.7. menunjukkan bahwa dalam 21 periode penelitian terdapat 4 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif dan 17 hari nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif. Pada periode penelitian t-10 sampai dengan t+6 perusahaan penerbit HMETD memperoleh nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif, selanjutnya pada periode t+7 sampa dengan t+10, perusahaan HMETD memperoleh pengembalian yang negatif. Nilai abnormal return tertinggi terdapat pada t+3 dengan nilai t hitung 1.4587 namun tidak signifikan pada level 5%. Tidak adanya nilai abnormal return yang signifikan pada periode penelitian menunjukkan bahwa pengumuman HMETD tidak memiliki kandungan informasi atau investor tidak bereaksi terhadap pengumuman tersebut.

Tabel 5. Pengujian Signifikansi Reaksi Pasar di Sekitar Pengumuman HMETD pada Perusahaan *Non-Issuer*

Periode	ACAR	T Hitung	Keterangan
t-10	-0.0005	-0.0915	Tidak Signifikan

t-9	0.0001	0.0189	Tidak Signifikan
t-8	0.0021	0.3021	Tidak Signifikan
t-7	0.0015	0.1996	Tidak Signifikan
t-6	0.0022	0.2865	Tidak Signifikan
t-5	0.0049	0.5973	Tidak Signifikan
t-4	0.0059	0.6978	Tidak Signifikan
t-3	0.0041	0.4669	Tidak Signifikan
t-2	0.0047	0.5202	Tidak Signifikan
t-1	0.0056	0.6039	Tidak Signifikan
T0	0.0065	0.6863	Tidak Signifikan
t+1	0.0070	0.7214	Tidak Signifikan
t+2	0.0079	0.7960	Tidak Signifikan
t+3	0.0064	0.6324	Tidak Signifikan
t+4	0.0063	0.6150	Tidak Signifikan
t+5	0.0095	0.9089	Tidak Signifikan
t+6	0.0100	0.9430	Tidak Signifikan
t+7	0.0098	0.9080	Tidak Signifikan
t+8	0.0087	0.7947	Tidak Signifikan
t+9	0.0064	0.5760	Tidak Signifikan
t+10	0.0059	0.5278	Tidak Signifikan

Berdasarkan tabel 5 didapatkan hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan yang tidak melakukan HMETD dan berada pada industri yang sama dengan perusahaan penerbit. Tabel 4.8. menunjukkan bahwa dalam 21 periode penelitian terdapat 1 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif dan 20 hari nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif. Nilai rata-rata abnormal return kumulatif tertinggi terdapat pada t+6 dengan nilai 0.9430 dan tidak signifikan pada level 5%. Hasil pengujian transfer informasi intra industri atas perusahaan *non-issuer* tidak menunjukkan adanya nilai *abnormal return* yang signifikan, hal ini menunjukkan bahwa pengumuman HMETD yang dilakukan perusahaan penerbit HMETD (*issuer*) tidak memiliki kandungan informasi yang penting sehingga tidak mempengaruhi pergerakan harga saham perusahaan pesaing dalam industri yang sama.

Berdasarkan pengujian hipotesis satu dengan metode *one sample t-test* dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan bagi perusahaan *issuer* selama periode penelitian baik pada sebelum, saat, maupun setelah *cum date*. Hal ini dibuktikan dengan nilai t hitung dari *average cumulative abnormal return* perusahaan *issuer* tidak terbukti signifikan dalam $\alpha = 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa hasil perhitungan tersebut sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Solikhin (2001) dan Kusuma dan Suryanawa (2015). Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Catranti (2009) yang menemukan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan pada pengumuman HMETD.

Perolehan *abnormal return* yang tidak signifikan disekitar pengumuman HMETD dapat diakibatkan karena investor tidak bereaksi terhadap pengumuman HMETD atau menganggap HMETD tidak penting sehingga tidak mempengaruhi perilaku investor. Bestari (2015) menyatakan bahwa tidak ditemukannya perbedaan abnormal return yang signifikan pada pengumuman korporasi tidak sesuai dengan teori sinyal (*signalling theory*). Teori sinyal

mengemukakan bahwa pengumuman HMETD yang dikeluarkan oleh perusahaan seharusnya akan diterima oleh pasar sebagai suatu sinyal yang dapat mempengaruhi harga saham, dengan adanya sinyal dari perusahaan maka investor akan melakukan antisipasi dalam menentukan investasi yang tepat karena biasanya harga pelaksanaan yang ditetapkan lebih murah dengan harga pasar (Bestari, 2015).

Berdasarkan pengujian hipotesis dua ditemukan hasil bahwa tidak terdapat nilai t hitung dari *average cumulative abnormal return* yang signifikan selama periode penelitian. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi transfer informasi intra industri dalam pengumuman HMETD. Hasil tersebut tidak mendukung penelitian yang dilakukan Norhamida (2004) dan Bradley dan Yuan (2013) yang menemukan adanya transfer informasi intra industri dalam penawaran saham tambahan (*seasoned equity offering*). Hasil penelitian ini mendukung penelitian Saputra (2015) yang tidak menemukan adanya transfer informasi intra industri pada perusahaan non-issuer dalam pengumuman HMETD di sektor perbankan.

Dalam pengujian transfer informasi intra industri atas pengumuman HMETD peneliti mengacu pada penelitian yang dilakukan Norhamida (2004) dan Bradley dan Yuan (2013). Dalam penelitian yang dilakukan Norhamida (2004) pengujian *abnormal return* dilakukan dengan metode *market adjusted model*. Sementara itu, perhitungan *abnormal return* dalam penelitian ini mengacu pada Bradley dan Yuan (2013) yang menggunakan *market model*. Kedua penelitian tersebut menemukan adanya abnormal return signifikan baik untuk perusahaan *issuer* maupun *non-issuer*.

Abnormal return yang tidak signifikan pada perusahaan *non-issuer* menunjukkan bahwa investor tidak menganggap penting pengumuman HMETD yang dilakukan oleh perusahaan dalam kelompok industri yang sama sehingga tidak mempengaruhi preferensi investor. Namun penelitian yang dilakukan Azmi (2017) menemukan bukti bahwa pengumuman HMETD di Indonesia cenderung mengakibatkan *underperformance* pada perusahaan penerbit dan non-penerbit dalam jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman HMETD direspon investor dalam jangka panjang karena HMETD memiliki tujuan untuk investasi pada masa yang akan datang sehingga respon investor dapat muncul pada masa datang.

Kelemahan dalam penelitian ini adalah penentuan sampel perusahaan *non-issuer* untuk menghitung nilai *average cumulative abnormal return*. Sampel perusahaan *non-issuer* yang digunakan adalah semua perusahaan yang termasuk dalam sub-sektor yang sama dengan perusahaan *issuer*. Jumlah sampel perusahaan *non-issuer* pada tiap HMETD *issuer* dapat tidak seimbang karena jumlah perusahaan dalam beberapa sektor lebih banyak dibandingkan perusahaan lainnya.

Penelitian ini tidak memperhitungkan faktor-faktor seperti tingkat konsentrasi industri (*Hefindahl Index*), tingkat persaingan perusahaan, ukuran perusahaan, dan tingkat asimetri informasi yang dapat mempengaruhi terjadinya transfer informasi intra industri. Selain itu, peneliti juga tidak mengklasifikasikan perusahaan penerbit HMETD berdasarkan tujuan penggunaan dana. Berdasarkan kelemahan dan keterbatasan tersebut diharapkan peneliti selanjutnya dapat memberikan pembaharuan terkait penelitian transfer informasi intra industri atas pengumuman HMETD.

Kesimpulan dan Saran

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan bagi perusahaan *issuer* maupun perusahaan *non-issuer* di sekitar penerbitan HMETD. Berdasarkan hal tersebut maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi transfer informasi atas

penerbitan saham Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) periode 2009 sampai dengan 2016.

Diharapkan dalam penelitian selanjutnya peneliti dapat menyempurnakan penelitian ini dengan melakukan pembaharuan dan penggunaan metode yang berbeda. Peneliti selanjutnya dapat menggunakan *event date* yang berbeda dikarenakan banyak tanggal disekitar HMETD. Selain itu, peneliti selanjutnya dapat membedakan perusahaan penerbit HMETD berdasarkan tujuan penggunaan dana dan membedakan HMETD disertai waran dan HMETD tanpa disertai waran dapat juga digunakan. Selanjutnya, penelitian selanjutnya dapat menambahkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi transfer informasi intra-industri untuk menambah literatur terkait transfer informasi intra-industri atas HMETD.

Daftar Pustaka

- Almilia, L., & Kristijadi, S. (2005). Analisis Kandungan Informasi dan Efek Intra Industri Pengumuman Stock Split yang Dilakukan oleh Perusahaan Bertumbuh dan Tidak Bertumbuh. *Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia* , 20(1), 1-29.
- Asquith, P., & Mullins, D. (1986). Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics* , 15, 61-89.
- Bestari, O. (2015). *Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Abnormal Return dan Likuiditas Saham Berdasarkan Tujuan Penggunaan Dana (Perusahaan yang Terdaftar di BEI Pada tahun 2011-2014)*. Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Bradley, D., & Yuan, X. (2013). Information Spillovers Around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Corporate Finance* , 21(1), 106-118.
- Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill Companies Inc.
- Budiarto, A., & Baridwan, Z. (1999). Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1996. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* , 2(1), 91-116.
- Catranti, A. (2009). Pengaruh Right Issue terhadap Imbal Hasil Saham dan Volume Perdagangan. *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi* , 16(3), 188-203.
- Dewi, N., & Putra, I. (2013). Pengaruh Pengumuman Right Issue pada Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* , 3, 163-178.
- Espenlaub, S., Siougle, G., & Strong, N. (2008). Asymmetric Information And The Announcement Effect of Greek Seasoned Equity Offerings. *SSRN Working Paper Series* .
- Fahmi, I., & Hadi, Y. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Bandung: Alfabeta.
- Ferguson, A., & Crockett, A. (2003). Information Transfer and Press Coverage : The Case of the Gawler Craton Gold Boom. *Pacific Basin Finance Journal* , 11(1), 101-120.
- Fung, H.-G., Leung, W., & Zhu, J. (2008). Rights Issue in the Chinese Stock Market: Evidence of Earnings Management. *Journal of International Financial Management & Accounting* , 19(2), 133-160.

- Koehers, N. (1999). The Industry-Wide Implications of Dividend Omission and Initiation Announcements and the Determinants of Information Transfer. *The Financial Review* , 34(813), 137-158.
- Kusuma, P., & Suryanawa, I. (2015). Analisis Komparatif Kinerja Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Right Issue. *E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana* , 3, 566-581.
- Lang, L., & Stulz, R. (1992). Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements. An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* , 32(1), 45-60.
- Laux, P., Starks, L., & Yoon, P. (1998). The Relative Importance of Competition and Contagion in Intra-Industry Information Transfers : An Investigation of Dividend Announcements. *Financial Management* , 27(3), 5-16.
- Marsden, A. (2000). Shareholder Wealth Effects of Rights Issues: Evidence from the New Zealand capital market. *Pacific-Basin Finance Journal* , 8, 419-442.
- Masulis, R., & Korwar, A. (1986). Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics* , 15, 91-118.
- Megginson, W. (1997). *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Norhamida, H. (2004). *Transfer Informasi Intra-Industri atas Pengumuman Right Issue di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. Tesis S2 Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Prabandari, W. (2012). *Analisis Kinerja Keuangan dan Kinerja Saham Sebelum dan Sesudah Seasoned Equity Offerings (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI dan melakukan SEO Periode 2005 – 2009)*. Skripsi, Universitas Diponegoro.
- Pratama, I., & Sudhiarta, G. (2012). Analisis Perbandingan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Right Issue. 243-257.
- Purwanto, A. (2004). Pengaruh Harga Saham, Volume Perdagangan, dan Varian Return Terhadap Bid-Ask Spread Pada Masa Sebelum dan Sesudah Right Issue di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2002. *Jurnal Akuntansi & Auditing* , 1(1), 67-82.
- Saputra, M. (2015). *Perbandingan Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham Perusahaan Non-Issuer di Industri Perbankan Saat Sebelum dan Sesudah Right Issue PT. Bank Mandiri Tbk Tahun 2011*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
- Schipper, K. (1990). Information Transfers. *Accounting Horizons* , 4(4), 97-107.
- Scholes, M. (1972). The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. *The Journal of Business* , 45(2), 179-211.
- Shahid, H., Xinping, X., Mahmood, F., & Usman, M. (2010). Announcement Effects of Seasoned Equity Offerings in China. *International Journal of Economics and Finance* , 2(3), 163-169.
- Szewczyk, S. (1992). The Intra-industry Transfer of Information Inferred from Announcements of Corporate Security Offerings. *The Journal of Finance* , 47(5), 1935-1945.
- Tan, R., Chng, P., & Tong, Y. (2002). Private Placements and Rights Issues in Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal* , 10(1), 29-54.

Tsangarakis, N. (1996). Shareholde Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets : Evidence from Rights Offerings in Greece. *Financial Management* , 25(3), 21-32.

