

**REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN RIGHT  
ISSUE TERHADAP ABNORMAL RETURN  
SAHAM DAN LIKUIDITAS SAHAM  
(Studi Kasus Pada Bursa Efek Jakarta)**



**TESIS**

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna  
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh :**

**DIAN WISMAR'EIN**

**NIM. C4A002026**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCASARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2004**

**UPT-PUSTAK-UNDIP**



*Sertifikat*

Saya, *Dian Wismar'ain*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

**Dian Wismar'ain**

**30 April 2004**

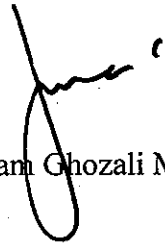
UPT-PUSTAK-UNDIP
No. Daft: 3134 / T / m m
gl. 02 DL 104

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertandatangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:  
**REAKSI PASAR ATAS PENGUMUMAN RIGHT  
ISSUE TERHADAP ABNORMAL RETURN SAHAM  
DAN LIKUIDITAS SAHAM**  
(Studi Kasus Pada Bursa Efek Jakarta)

yang disusun oleh Dian Wismar'ain, NIM. C4A002026  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 30 April 2004  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



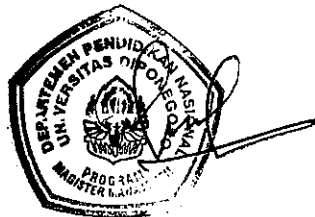
Dr. Imam Ghozali MCom., Akt.

Pembimbing Anggota



Dra. Irene Rini DP. ME.

Semarang 30 April 2004  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo



*... for my lovely family  
(Ibu, Bapak & anak-anak)*

*... so I can stand on mountains*

*... my seas*

## ABSTRACT

The purpose of this research is to investigate the information content of rights issues. Another purpose of this study is to examine the effect of rights issues announcement to wards decision making of the investor in doing transaction capital market based on stock abnormal return and stock liquidity. This study is an event study, which observed the abnormal return and trading volume activity five days before, at the day and five days after the date of rights issues announcement.

This research based on the secondary data collected from Jakarta Stock Exchange (JSX). As much as 40 firms listed in the Jakarta Stock Exchange were taken as sample using purposive sampling method, divided into 21 samples good news stocks and 19 bad news stocks. The sample consisted of the firms that publish during 4 years in 1999 – 2002. The data that used in this study were the daily closing stock price, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), daily trading volume and share trade.

The statistic method used to test hypothesis 1 and hypothesis 2 are Paired sample T test because the data is normal. Meanwhile the model that used to determine expected return are market model.

The result of this research indicates that no significant differences among abnormal return around the announcemet day, whether for good news or bad news. This means that the rights issues announcement have no information contents. Another result of this study indicate that no significant differences among trading volume activity around the announcement day, except for bad news stocks. This research found a significant difference in TVA before and after the rights issues announcement of bad news. It means that rights issues announcement have sufficient information contents to bad news.

Keyword : abnormal return, event study, market model, right issue, and trading volume activity.

## ABSTRAKSI

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti kandungan informasi *right issue*. Tujuan lainnya adalah untuk menguji pengaruh pengumuman *right issue* terhadap pengambilan keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal yang dilihat dari *abnormal return* saham dan likuiditas saham. Penelitian ini menggunakan *event study*, di mana dilakukan pengamatan periode jendela terhadap *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham selama lima hari sebelum tanggal pengumuman dan lima hari setelah tanggal pengumuman *right issue*.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sebanyak 40 perusahaan yang terdaftar di BEJ diambil sebagai sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yang terdiri dari 21 sampel untuk saham *good news* dan 19 sampel saham *bad news*. Sampel tersebut adalah perusahaan yang mengeluarkan *right issue* selama 4 tahun pada periode 1999 – 2002. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi harga penutupan saham harian, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), volume perdagangan saham harian dan jumlah saham yang diperdagangkan.

Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis 1 dan hipotesis 2 adalah Uji *Paired sampel T test* karena data penelitian berdistribusi normal. Model yang digunakan untuk menentukan *return* estimasi dalam penelitian ini adalah *market model*.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* untuk saham *good news* maupun *bad news* disepuluh hari pengumuman. Ini berarti bahwa pengumuman *right issue* tidak memiliki kandungan informasi. Hasil lain pada penelitian ini juga mengindikasikan bahwa aktivitas volume perdagangan saham untuk saham *good news* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan disepuluh hari pengumuman *right issue*. Sedangkan untuk saham *bad news* menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan di seputar hari pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* mempunyai kandungan informasi yang cukup berarti pada saham *bad news*.

Kata kunci : abnormal return, event study, market model, right issue, dan trading

volume activity

## KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, yang telah memberikan rahmat, taufik dan hidayah-Nya sehingga tesis dengan judul **“Reaksi Pasar Atas Pengumuman *Right Issue* Terhadap *Abnormal Return* Saham dan Likuiditas Saham (Studi Kasus Pada Bursa Efek Jakarta)”** ini dapat diselesaikan dengan baik. Penulisan tesis ini merupakan salah satu persyaratan yang harus dipenuhi untuk memperoleh gelar Magister Manajemen di Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam penulisan tesis ini jauh dikatakan dari sempurna, baik dalam tehnik penulisan, cara penguraian maupun dalam pembahasan secara ilmiah. Meskipun demikian, penulis telah berusaha semaksimal mungkin sesuai dengan kemampuan yang penulis miliki dan berdasarkan data-data yang diperoleh untuk menyelesaikan tesis dengan sebaik-baiknya.

Dalam menyelesaikan penulisan tesis ini, tidak sedikit bantuan yang penulis peroleh dari berbagai pihak. Dalam kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih setulusnya kepada :

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Dr. Imam Ghozali MCom., Akt. selaku Pembimbing Utama yang telah memberikan pengarahan, bantuan dan saran selama proses penyusunan tesis ini.

3. Dra. Irene Rini DP.ME. selaku Pembimbing Anggota yang telah memberikan pengarahan, bantuan dan saran selama proses penyusunan tesis ini.
4. Seluruh staf pengelola, staf pegajar, staf administrasi, staf lab.komputer serta karyawan Program Magister Manajemen UNDIP atas bantuan dan kerjasama yang baik selama proses perkuliahan.
5. Ibu, Bapak dan de' Imung atas dorongan, perhatian, doa dan pengertiannya, yang selalu dicurahkan kepada penulis.
6. Sahabatku Lila dan Anita yang selalu memberikan semangat untuk segera menyelesaikan tesis ini, "*thanks for everything*" kalian sungguh sangat berarti.
7. Adik-adik kosku yang cantik di Singosari I/11A , terima kasih atas kebaikan kalian yang selalu memberikan "warna" kebahagiaan selama penulis tinggal. *Thanks for being my supporters :*)
8. Segenap pihak yang tidak terucapkan. Sekali lagi penulis mengucapkan terima kasih.

Bagaimanapun juga penelitian ini masih jauh dari sempurna. Penulis berharap, penelitian yang akan datang lebih mendalam akan pengembangan ilmiah. Akhirnya, semoga karya ilmiah ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang memerlukan. Amien.

Semarang, 30 April 2004



Dian Wismar'ain

## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul .....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis .....	iii
Motto dan Persembahan .....	iv
<i>Abstract</i> .....	v
Abstraksi.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Tabel.....	xii
Daftar Gambar .....	xiv
Daftar Lampiran .....	xv
Daftar Rumus.....	xvi
<b>BAB I. PENDAHULUAN</b> .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Perumusan Masalah .....	7
1.3 Tujuan Penelitian .....	11
1.4 Kegunaan Penelitian .....	12
<b>BAB II. TELAAH PUSTAKA</b> .....	13
2.1 Landasan Teori.....	13
2.1.1 Pasar Modal .....	13
2.1.2 Pasar Modal yang Efisien.....	14
2.1.3 Teori Sinyal dan Asimetri Informasi .....	16
2.1.4 <i>Return</i> .....	20

2.1.5	<i>Abnormal Return</i> .....	21
2.1.6	<i>Good News</i> dan <i>Bad News</i> .....	22
2.1.7	<i>Right Issue</i> .....	24
2.1.8	Likuiditas Saham .....	27
2.1.9	Kandungan Informasi ( <i>Information Contents</i> ) .....	29
2.1.10	Studi Peristiwa ( <i>Event Study</i> ) .....	31
2.1.11	Penelitian Terdahulu.....	33
2.2	Kerangka Pemikiran Teoritis .....	37
2.3	Hipotesis .....	39
2.4	Definisi Operasional Variabel.....	39
BAB III.	METODE PENELITIAN.....	42
3.1	Jenis dan Sumber Data.....	42
3.1.1	Jenis Data.....	42
3.1.2	Sumber Data .....	42
3.2	Populasi dan Sampel.....	43
3.3	Tehnik Analisis Data.....	44
3.3.1	Model Penelitian.....	44
3.3.2	Tahap-Tahap Analisis.....	46
3.3.3	Prosedur Pengolahan Data.....	47
BAB IV.	ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN .....	54
4.1	Gambaran Umum Perusahaan.....	54
4.1.1	Bursa Efek Jakarta (BEJ).....	54
4.1.2	Profil Perusahaan.....	56
4.1.2.1	Jenis Perusahaan.....	56
4.1.2.2	<i>Total Asset</i> Perusahaan.....	58

4.1.2.3	Kepemilikan Saham ( <i>Ownership</i> ) Perusahaan	59
4.1.2.4	<i>Earning (loss) Per Share</i> Perusahaan.....	59
4.2	Deskripsi Statistik .....	60
4.3	Hasil Analisis Data .....	62
4.3.1	Uji Normalitas Data.....	63
4.3.1.1	Uji Normalitas Data <i>Abnormal Return</i> .....	64
4.3.1.2	Uji Normalitas Data <i>Trading Volume Activity</i>	65
4.3.2	Uji Hipotesis .....	66
4.3.2.1	Pengujian Hipotesis Pertama.....	67
4.3.2.2	Pengujian Hipotesis Kedua.....	69
4.4	Pembahasan Hasil Penelitian .....	72
4.4.1	Perilaku Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i> .....	72
4.4.2	Perilaku Rata-Rata <i>TVA</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i> .....	77
BAB V.	PENUTUP.....	83
5.1	Kesimpulan .....	83
5.2	Implikasi Kebijakan.....	84
5.3	Keterbatasan Penelitian.....	86
5.4	Saran .....	87
DAFTAR REFERENSI	.....	90
LAMPIRAN		
DAFTAR RIWAYAT HIDUP		

## Daftar Tabel

		Halaman
Tabel 1.1	Nilai Emisi dan Jumlah Emiten yang Melakukan Penawaran Umum Terbatas ( <i>Right Issue</i> ) di Bursa Efek Jakarta Periode 1999 - 2002 .....	3
Tabel 2.1	Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	34
Tabel 4.1	Jenis Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i> Periode Tahun 1999 - 2002 .....	57
Tabel 4.2	<i>Total Asset</i> Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i> Periode Tahun 1999 - 2002.....	58
Tabel 4.3	Kepemilikan Saham ( <i>Ownership</i> ) Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i> Periode Tahun 1999 - 2002 .....	59
Tabel 4.4	<i>Earning (loss) Per Share</i> Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i> Periode Tahun 1999 - 2002.....	60
Tabel 4.5	Deskriptif Statistik .....	61
Tabel 4.6	Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (good news)</i> ..	64
Tabel 4.7	Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (bad news)</i> .....	64
Tabel 4.8	Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Trading Volume Activity</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (good news)</i> .....	65
Tabel 4.9	Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Trading Volume Activity</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (bad news)</i> .....	66
Tabel 4.10	Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (good news)</i> ..	68
Tabel 4.11	Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (bad news)</i> .....	68
Tabel 4.12	Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi <i>TVA</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (good news)</i> .....	70

Tabel 4.13	Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi <i>TVA</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue (bad news)</i> .....	70
Tabel 4.14	Rata-Rata <i>Abnormal Return (good news)</i> .....	73
Tabel 4.15	Rata-Rata <i>Abnormal Return (bad news)</i> .....	75
Tabel 4.16	Rata-Rata <i>TVA (good news)</i> .....	78
Tabel 4.17	Rata-Rata <i>TVA (bad news)</i> .....	80

## Daftar Gambar

	Halaman
Gambar 2.1 Pengaruh Pengumuman <i>Right Issue</i> Terhadap <i>Return Saham</i> dan Likuiditas Saham .....	38
Gambar 4.1 Pergerakan Rata-Rata <i>Abnormal Return (good news)</i> .....	74
Gambar 4.2 Pergerakan Rata-Rata <i>Abnormal Return (bad news)</i> .....	76
Gambar 4.3 Pergerakan Rata-Rata <i>TVA (good news)</i> .....	78
Gambar 4.4 Pergerakan Rata-Rata <i>TVA (bad news)</i> .....	81

## Daftar Lampiran

- Lampiran 1 Nama Perusahaan dan Tanggal Pengumuman *Right Issue*
- Lampiran 2 Klasifikasi Perusahaan Sampel yang Melakukan *Right Issue* Berdasarkan Jenis Perusahaan, *Total Assets*, *Ownership* dan *EPS* Periode Tahun 1999 - 2002
- Lampiran 3 Perhitungan *Abnormal Return (good news)*
- Lampiran 4 Perhitungan *Abnormal Return (bad news)*
- Lampiran 5 Perhitungan *TVA (good news)*
- Lampiran 6 Perhitungan *TVA (bad news)*

## Daftar Rumus

	Halaman
Rumus 1 Rumus <i>Market Model</i> .....	45
Rumus 2 Perhitungan <i>Actual Return</i> .....	47
Rumus 3 Perhitungan <i>Market Return</i> .....	47
Rumus 4 Rumus Beta ( $\beta$ ).....	48
Rumus 5 Rumus Alpha ( $\alpha$ ).....	48
Rumus 6 Persamaan Regresi Sederhana .....	48
Rumus 7 Perhitungan <i>Expected Return</i> .....	49
Rumus 8 Perhitungan <i>Abnormal Return</i> Harian Individual.....	49
Rumus 9 Perhitungan Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Harian .....	49
Rumus 10 Perhitungan <i>Trading Volume Activity (TVA)</i> .....	51
Rumus 11 Perhitungan Rata-Rata <i>Trading Volume Activity</i> .....	51

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Perusahaan membutuhkan modal untuk tumbuh dan memperoleh tambahan aset. Biasanya perusahaan membeli aset jangka panjang dengan menggunakan modal jangka panjang. Salah satu sumbernya berasal dari laba yang ditahan. Tapi, ketika modal yang dibutuhkan lebih besar daripada kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana secara internal, maka pada saat itu perusahaan akan membutuhkan dana secara eksternal (Prima Yusi Sari,2002).

Perusahaan dalam rangka memperoleh dana, ada beberapa usaha yang dapat dilakukan. Salah satunya adalah dengan melakukan penjualan saham kepada masyarakat, yang dikenal dengan istilah *go public*. Perusahaan yang sudah terdaftar di pasar modal ada kalanya membutuhkan dana segar lagi jika sumber internal maupun pinjaman dari bank dianggap kurang memadai atau menguntungkan. Perusahaan dapat melakukan penawaran saham lagi kepada investor baik melalui penawaran umum maupun dalam penawaran terbatas. Pada penawaran umum saham ditawarkan kepada para investor secara keseluruhan, sedangkan pada penawaran terbatas saham ditawarkan kepada pemegang saham lama dengan harga yang umumnya lebih rendah dari harga pasar sehingga investor tertarik untuk membelinya. Penawaran terbatas ini sering disebut *right issue*. *Right issue* merupakan salah satu cara yang dilakukan oleh perusahaan yang telah terdaftar (*listed*) di Bursa Efek untuk memperoleh dana (Solichin, 2003).

Istilah *right issue* di Indonesia dikenal pula dengan istilah Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). *Right Issue* merupakan pengeluaran saham baru dalam rangka penambahan modal perusahaan, namun terlebih dahulu ditawarkan kepada pemegang saham saat ini (*existing shareholder*). Dengan kata lain, pemegang saham memiliki hak *preemptive rights* atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) atas saham-saham baru tersebut. Tentu saja untuk mendapatkan saham tersebut, pemegang saham harus melaksanakan *rights* tersebut pada tingkat harga yang telah ditentukan. (Pemodal harus mengeluarkan modal untuk melaksanakan *rights*).

Karena sifatnya hak dan bukan merupakan kewajiban, maka jika pemegang saham tidak ingin melaksanakan haknya maka ia dapat menjual haknya tersebut. Dengan demikian terjadilah perdagangan atas *right*. *Right* diperdagangkan seperti halnya saham, namun perdagangan *right* ada masa berlakunya (Darmadji dan Fakhrudin, 2001).

Adapun jumlah perusahaan yang berminat dalam penawaran umum terbatas (*right issue*) yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1989 sampai dengan 2000 dapat dilihat pada tabel 1.1 di halaman berikut.

**Tabel 1.1**  
**Nilai Emisi dan Jumlah Emiten yang Melakukan Penawaran Umum**  
**Terbatas (*Right Issue*) di Bursa Efek Jakarta Periode 1999 - 2002**

Tahun	Jumlah Emiten		Nilai Emisi (Rp Juta)	
	Per Tahun	Kumulatif	Per Tahun	Kumulatif
1989	4	4	45.096,2	45.096,2
1990	9	13	527.248,9	572.345,1
1991	8	21	340.473,1	912.818,2
1992	10	31	1.361.236,4	2.274.054,6
1993	19	50	3.356.723,3	5.630.778,0
1994	23	73	5.661.450,5	11.292.228,5
1995	10	83	3.182.000,7	14.474.229,1
1996	19	102	11.924.194,7	26.398.423,9
1997	20	122	15.887.075,1	42.285.499,0
1998	10	132	4.890.935,7	47.176.434,7
1999	14	146	129.934.491,3	177.110.926,0
2000	9	155	17.547.875,0	194.658.801,0
2001	7	162	4.187.976,7	198.862.268,6
2002	5	168	8.738.987.512,0	207.469.769,3

Sumber : [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)

Minat emiten untuk melakukan *right issue* meningkat, tidak lain karena terdorong hasrat untuk memanfaatkan situasi pasar modal Indonesia yang dalam tahun 1996 tergolong pesat meskipun pada tahun 1997 telah memasuki situasi krisis moneter yang berkepanjangan dan terjadi penurunan emisi pada tahun 1998, tetapi minat emiten untuk melakukan *right issue* tetap besar.

Bagi pemegang saham, adanya *right issue* mengakibatkan bertambahnya jumlah saham yang beredar. Konsekuensi penambahan saham akibat kebijakan penerbitan *rights* ini akan mempengaruhi kepemilikan pemegang saham lama apabila pemegang lama tidak melakukan konversi *rights*-nya. Pemodal tersebut mengalami apa yang dikenal dengan istilah dilusi (*dilution*), yaitu penurunan persentase kepemilikan saham (Darmadji dan Fakhruddin, 2001).

Pendanaan melalui *right issue* memberikan reaksi pasar ganda bagi fluktuasi harga saham. Pertama, harga saham akan berfluktuasi setelah diumumkannya *right issue*. Kedua, harga saham juga akan berfluktuasi setelah masa berlaku penawaran (*cum date*) atau pada saat penawaran tidak berlaku lagi (*ex date*). Ini terjadi karena para investor bersifat mengantisipasi informasi yang memberikan indikasi positif maupun negatif (Prima Yusi Sari, 2002).

Pendapat lain mengatakan bahwa pengumuman perusahaan yang melakukan *right issue*, secara teoritis dan empiris telah mengakibatkan harga saham bereaksi negatif dan ini merupakan kejadian yang diakibatkan oleh *systematic risk*. *Systematic risk* adalah bagian resiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi atas portofolionya. Beberapa temuan empiris tersebut diantaranya adalah : Scholes (1972), Marsh (1979), Myers dan Majluf (1984), Asquith dan Mullins (1986), Masulis dan Korwar (1986), Mikkelson dan Partch (1986), Barclay dan Litzenberger (1988), dan Kothare (1997) yang diacu dalam penelitian Budiarto dan Baridwan (1999). Temuan empiris tersebut menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan turun sampai 3% pada saat pengumuman *right issue*.

Sedangkan peneliti lain yang melakukan pengujian di seputar hari pengumuman penambahan saham baru, yaitu Barclay dan Litzenberger (1986), menemukan bukti bahwa perubahan harga saham di seputar hari pengumuman *right issue* kemungkinan disebabkan oleh adanya manipulasi harga.

Bayless dan Chaplinsky (1996) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa dampak pengumuman *right issue* terhadap reaksi harga saham akan berkurang di

saat tingginya volume agregat *right issue* (*hot period*) dibandingkan dengan reaksi harga saham di saat *cold period*. Hal ini menunjukkan bahwa *hot period* sebagai *window of opportunity*, yang memberikan kesempatan yang baik untuk melakukan *right issue*, paling tidak akan mengurangi tingkat *asymmetric information*. Bohren dkk. (1997) diacu dalam penelitian Prima Yusi Sari (2001) menemukan bahwa reaksi harga saham terhadap penawaran umum terbatas yang tidak diasuransikan (*uninsured rights*) adalah positif dan signifikan.

Beberapa temuan empiris tersebut di atas konsisten dengan model *signalling theory* yang menyatakan adanya informasi asimetri diantara berbagai partisipan di pasar modal. Modal tersebut menyatakan bahwa pasar akan bereaksi secara negatif karena adanya pengumuman penambahan saham baru (*right issue*) yang mengindikasikan adanya informasi yang tidak menguntungkan (*bad news*) tentang kondisi laba di masa yang akan datang, khususnya jika dana *right issue* digunakan untuk tujuan perluasan investasi yang NPV-nya sama dengan 0 atau negatif. Harga saham setelah *right issue* secara teoritis akan mengalami penurunan dibanding dengan harga saham sebelum *right issue*. Hal ini disebabkan oleh dua hal, yaitu : Pertama, jumlah saham yang ada bertambah banyak. Kedua, harga saham yang ditawarkan pada *right issue* lebih rendah daripada harga pasar saat itu untuk menarik minat pembeli. Naik turunnya harga saham pada saat *right issue* sangat dipengaruhi oleh *rate of return* yang diharapkan oleh investor dari penggunaan dana yang terhimpun dalam *right issue* ini. Bila investor berpengharapan bahwa dana tersebut akan menghasilkan NPV positif, maka harga saham akan naik dan begitu juga sebaliknya. Apabila investasi tersebut

memberikan  $NPV = 0$ , maka bagi para pemegang saham, kemakmuran mereka sebelum dan sesudah *right issue* sama saja (Suad Husnan, 1998).

Penelitian yang dilakukan oleh Myers dan Majluf (1984) yang diacu Budiarto dan Baridwan (1999) memprediksikan bahwa harga saham akan direspon secara tidak menguntungkan oleh pasar terhadap adanya informasi pengumuman *right issue*, karena pasar mengasumsikan bahwa manajer akan mendapatkan insentif untuk menerbitkan tambahan saham baru yang mereka percaya *overvalued*. Tetapi penurunan harga saham dengan adanya pengumuman *right issue* berdasarkan bukti-bukti empiris tersebut di atas ditemukan tidak signifikan. Penurunan harga saham hanya berkisar antara 2% – 3% dan setelah itu terjadi koreksi kenaikan harga saham kembali pada posisi awal sebelum adanya pengumuman *right issue*.

Sedangkan Budiarto dan Baridwan (1999) menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada *return* saham, *abnormal return* dan kegiatan volume perdagangan disekitar tanggal pengumuman *right issue*.

Beberapa pernyataan tersebut di atas melandasi latar belakang untuk melakukan penelitian apakah informasi tentang pengumuman perusahaan yang akan melakukan *right issue* memberikan pengaruh yang lebih dari keadaan normal pada saham-saham perusahaan yang melakukan *right issue*. Adapun dalam penelitian ini perusahaan yang melakukan *right issue* dikelompokkan dalam dua kondisi yang berbeda, yaitu kelompok saham *good news* untuk perusahaan yang mempunyai *return* aktual (*actual return*) positif sebagai reaksi investor atas pengumuman *right issue* yang dianggap menguntungkan dan kelompok *bad news*

untuk perusahaan yang mempunyai *return* aktual (*actual return*) 0 atau negatif sebagai reaksi investor atas pengumuman *right issue* yang dianggap merugikan atau tetap. Hal ini dilakukan untuk menghindari bias apabila *return* aktual dihitung secara rata-rata akumulatif serta untuk mengetahui dampak dari pengumuman *right issue* terhadap saham-saham yang mempunyai respon investor berbeda sebagai cerminan atas pengharapan investor yang berbeda pula.

## 1.2 Perumusan Masalah

Pada pasar modal yang efisien semua investor akan menerima dan mengevaluasi informasi yang relevan berkaitan dengan harga saham pada waktu yang hampir sama. Dengan demikian harga saham akan menyesuaikan dengan segera dan mencerminkan adanya informasi yang relevan tersebut. Pasar dalam keadaan demikian dikatakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi (*Informationally efficient market*) (Solichin,2003).

Terdapat perbedaan hasil penelitian empiris dari beberapa penelitian terdahulu yang merupakan *research gap* pada penelitian ini. Penelitian Modigliani dan Miller (1958) dalam Keeley (1989) menyatakan bahwa dalam pasar yang kompetitif tanpa adanya distorsi seperti pajak, biaya kebangkrutan, biaya keagenan dan asimetri informasi, penerbitan saham baru tidak mempengaruhi harga saham.

Sedangkan Asquith dan Mullins (1986) yang diacu dalam penelitian Budiarto dan Baridwan (1999) menemukan hal yang berbeda, bahwa berdasarkan studi empiris ditemukan *abnormal return* negatif rata-rata 3% dalam waktu satu

minggu sebelum pengumuman *right issue*. Masulis dan Korwar (1986) menemukan negatif *abnormal return* rata-rata 3,2% untuk perusahaan manufaktur dan hanya 0,5% untuk perusahaan nonmanufaktur dalam waktu satu minggu sebelum pengumuman *right issue*.

Hal ini juga terlihat pada hasil penelitian Scholes (1972), Marsh (1979), Myers dan Majluf (1984), Mikkelson dan Partch (1986), Barclay dan Litzenberger (1988), dan Kothare (1997) menyatakan bahwa pengumuman *right issue*, secara teoritis dan empiris telah mengakibatkan harga saham bereaksi secara negatif, dan kejadian ini diakibatkan oleh *systematic risk*. Penelitian menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan turun sampai 3% pada saat pengumuman penambahan saham baru.

Tetapi dari bukti empiris yang ditemukan oleh Sant dan Ferris (1994) dinyatakan bahwa penurunan harga saham setelah *right issue* secara statistik tidak signifikan dan penurunan harga saham tersebut hanya berkisar antara 1% - 3%.

Berbeda dengan penelitian Sheehan (1997) yang membuktikan bahwa harga saham justru jatuh sebelum adanya pengumuman *right issue* dan harga saham naik setelah pengumuman.

Di Indonesia, penelitian Berlianta (1995) diacu oleh Solichin (2003) mendapatkan hasil adanya *return* positif dan signifikan pada saat pengumuman tetapi tidak diperoleh *abnormal return* yang positif satu hari setelah pengumuman.

Kebijakan *right issue* merupakan upaya emiten untuk menghemat biaya emisi serta untuk menambah jumlah saham yang beredar. Jadi dengan adanya *right issue*, kapitalisasi pasar saham akan meningkat dalam persentase yang lebih kecil daripada persentase jumlah lembar saham yang beredar. Umumnya

diharapkan penambahan jumlah lembar saham di pasar akan meningkatkan frekuensi perdagangan saham tersebut atau dengan kata lain dapat meningkatkan likuiditas saham. Kothare (1997) menemukan bukti bahwa likuiditas saham meningkat secara signifikan setelah pengumuman penambahan saham baru. Peningkatan volume perdagangan saham tersebut ditemukan mempunyai korelasi dengan perubahan struktur kepemilikan saham, dimana *right issue* lebih diutamakan untuk tujuan konsentrasi kepemilikan daripada perluasan kepemilikan. Tetapi Sheehan dkk.(1997) dalam penelitian Budiarto dan Baridwan (1999) menemukan bukti yang berbeda dengan temuan Kothare, yaitu bahwa likuiditas saham perusahaan yang diukur dengan jumlah volume perdagangan saham meningkat dari keadaan yang normal justru sebelum adanya pengumuman. Peningkatan volume perdagangan saham ini disebabkan oleh adanya aktivitas *short selling* yang dilakukan oleh para spekulator.

Dari hasil penelitian di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh pengumuman *right issue* terhadap harga saham tidak menghasilkan satu kesimpulan yang seragam, karena ada pengaruh positif dan terdapat juga pengaruh yang negatif, bahkan tidak berpengaruh terhadap *return* maupun volume perdagangan saham. Tetapi secara umum ada kecenderungan pengaruh negatif terjadi pada *developed capital market* atau pasar modal yang sudah maju, sedangkan pengaruh positif terjadi pada *emerging capital market* atau pasar modal yang sedang berkembang.

Pada penelitian ini dilakukan pemisahan saham dalam dua kelompok :: kelompok pertama adalah kelompok saham *good news*, yaitu saham-saham yang *return* aktualnya positif sedangkan kelompok kedua adalah kelompok saham *bad*

*news*, yaitu saham-saham yang *return* aktualnya 0 atau negatif. *Return* aktual (*actual return*) didefinisikan sebagai selisih antara harga saham dengan harga saham hari sebelumnya secara relatif. Suatu perusahaan dianggap menghasilkan *return* aktual positif jika perusahaan tersebut mengalami peningkatan harga saham secara relatif dibandingkan hari sebelumnya. Hal ini berarti diasumsikan bahwa investor memperkirakan terjadi kenaikan *return* dibanding dengan hari sebelumnya. Demikian pula sebaliknya jika *return* aktual 0 atau negatif maka diperkirakan terjadi penurunan *return* atau *return* tidak berubah (tetap) dengan hari sebelumnya. Untuk kelompok pertama, karena *return* aktual meningkat (positif) maka pengumuman *right issue* tersebut merupakan suatu berita baik (*good news*). Sebaliknya, untuk kelompok kedua, pengumuman *right issue* merupakan berita buruk (*bad news*) sehingga diperkirakan *return* saham akan bereaksi negatif atau tidak bereaksi (tetap).

Berdasarkan pada deskripsi di atas maka pertanyaan pokok dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

- a. Bagaimana pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.
- b. Bagaimana pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

- c. Bagaimana pengaruh pengumuman *right issue* terhadap volume aktivitas perdagangan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*
- d. Bagaimana pengaruh pengumuman *right issue* terhadap volume aktivitas perdagangan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

### 1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini mempunyai tujuan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat di Bursa Efek Jakarta dilihat dari reaksi harga saham dengan *right issue*. Secara lebih spesifik, tujuan penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return* saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada waktu sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* (*announcement date*) pada kelompok saham *good news*.
2. Menganalisis pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return* saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada waktu sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* (*announcement date*) pada kelompok saham *bad news*.
3. Menganalisis pengaruh pengumuman *right issue* terhadap volume aktivitas perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada waktu sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* (*announcement date*) pada kelompok saham *good news*

4. Menganalisis pengaruh pengumuman *right issue* terhadap volume aktivitas perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada waktu sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* (*announcement date*) pada kelompok saham *bad news*.

#### 1.4 Kegunaan Penelitian

1. Penelitian ini bermanfaat untuk memberikan informasi kepada investor, calon investor, pemegang saham, dan para pelaku bisnis lain dalam membuat keputusan bisnis yang berkaitan dengan perubahan harga saham/*return* saham yang disebabkan oleh pengumuman *right issue* di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Penelitian ini menjadi masukan dan acuan perusahaan dalam membuat keputusan berkaitan dengan *right issue*, yaitu apakah tindakan perusahaan untuk mengeluarkan saham baru ditanggapi oleh investor sebagai sinyal positif atau tidak, sebab hal ini dapat mempengaruhi nilai pasar perusahaan.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal pada hakekatnya merupakan sarana pertemuan antara pihak yang memerlukan dana dengan pihak pemasok dana (*supplier of fund*). Pasar modal mempunyai pengertian sebagai pasar dalam arti abstrak dan konkrit. Pengertian dalam arti abstrak adalah bahwa pasar modal merupakan sarana terjadinya harga yang merupakan keseimbangan antara permintaan dan penawaran, sedangkan dalam arti konkrit adalah sebagai tempat terjadinya transaksi antara pembeli dan penjual, penerima dan pemasok dana.

Jenis pasar modal pada dasarnya ada 4 macam, yaitu : (Jones, 1996)

1. Pasar perdana adalah pasar modal, dimana saham-saham dan sekuritas lainnya dijual pertama kali (penawaran umum) sebelum saham tersebut dicatatkan di bursa efek.
2. Pasar sekunder adalah pasar yang berbentuk bursa efek, dimana saham dan sekuritas lain diperjualbelikan secara luas kepada umum, setelah saham tersebut melalui masa penjualan di pasar perdana.
3. Pasar ketiga adalah pasar modal yang merupakan tempat memperdagangkan saham dan sekuritas lain di luar bursa efek. Pasar modal ini disebut Bursa Paralel.
4. Pasar keempat adalah merupakan perdagangan saham antar pemodal atau pengalihan saham dari satu pemegang kepada pemegang saham lainnya.

### 2.1.2 Pasar Modal yang Efisien

Para ahli ekonomi mengatakan bahwa pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut maka akan sangat sulit bagi para pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisiensi dalam artian ini sering juga disebut sebagai efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*) yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap informasi yang tersedia (Jogiyanto, 2000). Jadi harga saham yang berlaku di pasar modal sudah merefleksikan semua informasi yang terjadi.

Harga suatu efek menurut Ang (1997) dapat disimpulkan mengandung tiga faktor, yaitu :

- a. Merefleksi informasi yang bersifat historis.
- b. Merefleksikan kejadian yang telah diumumkan tetapi belum dilaksanakan seperti, pengumuman pembagian saham bonus, pembagian deviden, *right issue* dan *stock split*.
- c. Merefleksikan prediksi atas informasi masa yang akan datang.

Disertasi Fama (1970) dalam Jogiyanto (2000) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan, dan informasi privat sebagai berikut :

### 1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang menyatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan informasi untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

### 2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan *emiten*. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut :

- a. Informasi yang dipublikasikan hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan *emiten*. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan *emiten* (*corporate event*).

- b. Informasi yang dipublikasikan hanya mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang hanya berdampak pada harga sekuritas perusahaan-perusahaan yang terkena dampak regulasi tersebut.
- c. Informasi yang dipublikasikan mempengaruhi harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak pada semua perusahaan *emiten*.

### 3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat ini jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

#### 2.1.3 Teori Sinyal dan Asimetri Informasi

Asumsi utama dalam teori sinyal adalah bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibandingkan pihak luar perusahaan (*investor*) mengenai

faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Budiarto dan Baridwan, 1999).

Asimetri informasi (*information asymmetric*) merupakan informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapat informasi saja (*informed investors*). Asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperoleh tentang semua hal yang dapat mempengaruhi perusahaan ke pasar, maka pada umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal yang tercermin dari perubahan harga saham (Schweitzer, 1989). Implikasinya adalah pengumuman perusahaan untuk melakukan *right issue* akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi baru yang dikeluarkan oleh pihak manajemen yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai saham dan aktivitas perdagangan saham.

Akibat adanya asimetri informasi, harga saham yang terjadi belum mencapai harga ekuilibrium sehingga investor yang mempunyai informasi yang tahu bahwa harga ekuilibrium akan mencapai titik tertentu akan membeli sekuritas tersebut dan nantinya akan menjualnya pada harga ekuilibrium sehingga dapat menikmati *abnormal return* selisih harga saham tersebut.

Ada beberapa penjelasan yang mendasari penyebaran informasi tidak simetris. Pertama, informasi privat disebarkan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan *emiten*. Kedua adalah bahwa investor yang memiliki informasi akan menggunakannya dan setelah itu mereka akan bersedia untuk menjualnya. Nilai informasi akan semakin rendah mendekati nol dengan

semakin banyaknya investor lainnya menggunakan informasi tersebut dan berusaha menjualnya kembali. Ketiga adalah apa yang disebut dengan teori ekspektasi rasional (*rational expectation theory*) yang menjelaskan bahwa investor yang tidak mempunyai informasi privat akan mendapatkan informasi tersebut dengan mengamati lewat perubahan harga yang terjadi. Perubahan dari harga yang terjadi adalah karena refleksi dari informasi yang dimiliki oleh investor yang mempunyai informasi privat. Dalam hal ini, informasi simetrik terjadi karena semua informasi privat sudah diserap oleh pasar lewat pengamatan harga yang terjadi akibat informasi privat tersebut.

Penelitian yang diacu oleh Keeley (1989) dari Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa dalam pasar yang kompetitif tanpa adanya distorsi seperti pajak, biaya kebangkrutan, biaya keagenan dan asimetri informasi, penerbitan saham baru seharusnya tidak mempengaruhi harga saham. Smith (1986) diacu dalam Budiarto dan Baridwan (1999) menemukan hal yang berbeda, yaitu bahwa berdasarkan studi empiris ditemukan bahwa secara statistik penerbitan saham baru berpengaruh secara negatif terhadap harga saham perusahaan.

Pernyataan Myers dan Majluf (1984) dalam penelitian Budiarto dan Baridwan (1999) menyatakan bahwa manajemen akan memperoleh insentif dengan pengeluaran saham baru yang mereka percaya bahwa saham perusahaan adalah *overvalued*, akan tetapi investor menyadari bahwa dengan adanya insentif tersebut menyebabkan manajemen menggunakan informasi penerbitan saham baru sebagai sinyal atau tanda bahwa saham perusahaan adalah *overvalued*, sehingga

hal ini akan menyebabkan harga saham perusahaan akan jatuh. Studi empiris yang telah dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1986), Masulis dan Korwar (1986), Barclay dan Litzenberger (1988) serta Sant dan Ferris (1994) dalam penelitian Budiarto dan Baridwan (1999) menunjukkan bahwa terjadi *abnormal return* negatif selama periode pengumuman yang dikaitkan dengan pengembangan saham baru oleh perusahaan. Temuan empiris tersebut konsisten dengan suatu model yang mengasumsikan bahwa terjadi asimetri informasi antara manajemen dengan pengguna informasi atau investor di pasar modal. Model tersebut mengimplikasikan bahwa pasar akan bereaksi secara negatif karena pengumuman penambahan saham baru tersebut serta mengindikasikan adanya informasi yang tidak menguntungkan tentang kemampuan aliran kas perusahaan di masa depan.

Sedangkan argumen Sant dan Ferris (1994) menyatakan bahwa cara pembelanjaan perusahaan dengan penggunaan dana eksternal dalam membiayai suatu proyek investasi merupakan suatu sinyal tentang prediksi laba yang buruk di masa depan, karena seharusnya lebih tepat jika cara pembelanjaan dilakukan dengan menggunakan dana dari dalam perusahaan (*internal financing*) jika laba yang diperoleh mencukupi untuk membiayai proyek investasi tersebut. Argumen tersebut memiliki implikasi bahwa semua jenis pembelanjaan eksternal seharusnya memiliki pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham. Argumen tersebut gagal untuk menjelaskan pengaruh yang berbeda-beda dari berbagai jenis cara penerbitan saham baru yang dikeluarkan.

#### **2.1.4 Return**

Para pemodal tentunya termotivasi untuk melakukan investasi pada suatu instrumen yang diinginkan dengan harapan untuk mendapatkan kembalian investasi yang sesuai.

*Return* adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Ang (1997) menyatakan bahwa tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya pemodal tidak mau repot-repot melakukan investasi, yang pada akhirnya tidak ada hasilnya, lebih lanjut setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan utama untuk mendapatkan keuntungan yang disebut *return* baik langsung maupun tidak langsung

Di samping tingkat keuntungan (*return*) yang diharapkan, juga terkandung resiko yang akan dihadapi oleh investor. Investor dalam saham memang menjanjikan tingkat keuntungan yang tinggi, namun resiko juga dapat terjadi. Hal ini dikarenakan realisasi penghasilan yang diterima berbeda dari penghasilan yang diharapkan, dikarenakan harga saham menjadi turun dan pembagian deviden tidak sesuai dengan harapan.

*Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* *ekspektasi* yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dalam masa mendatang. *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* historis ini

juga berguna sebagai sebagai dasar penentuan ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa mendatang (Jogiyanto, 2000).

*Return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi. *Return* ekspektasi ini muncul karena adanya ketidakpastian (*uncertainty*) perolehan *return* di masa yang akan datang yang dapat diperoleh investor.

### 2.1.5 *Abnormal Return*

Studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekpektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 1999).

Penelitian dari Brown dan Warner (1985) yang diacu oleh Jogiyanto (2000) menyatakan bahwa *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi. Mengestimasi *return* ekspektasi dapat menggunakan 3 model, yaitu *Mean-Adjusted Model*, *Market Model*, dan *Market-Adjusted Model*. Model disesuaikan rata-rata (*Mean Adjusted Model*) ini menganggap *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Sedangkan model pasar (*Market Model*) untuk menghitung *return* ekspektasi dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk

model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan (2) menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model disesuaikan pasar (*Market-Adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

#### **2.1.6 Good News dan Bad news**

Reaksi pasar sebagai suatu sinyal terhadap informasi adanya peristiwa (*event*) tertentu dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga dan volume perdagangan saham yang terjadi (Budiarto dan Baridwan, 1999). Implikasinya, pengumuman perusahaan untuk menambah jumlah lembar saham baru yang beredar (*right issue*) akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi baru yang dikeluarkan pihak manajemen yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai saham perusahaan dan aktivitas perdagangan saham.

Adapun reaksi pasar tersebut akan ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari saham perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue*. Reaksi ini kemudian akan diukur dengan menggunakan *return* (*actual return*) sebagai nilai perubahan harga dan *abnormal return* yang merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) dengan *return* ekspektasinya.

Penelitian ini membedakan saham dalam dua kondisi berbeda. Kondisi pertama yaitu dimana pasar memberikan reaksi positif melalui perubahan harga saham yang semakin meningkat karena pengumuman *right issue* merupakan suatu berita baik bagi investor untuk berinvestasi dalam dana *right issue* dan sebaliknya, pada kondisi kedua yakni pasar akan memberikan reaksi negatif atau tidak bereaksi dengan indikasi perubahan harga saham yang semakin menurun atau tetap karena pengumuman *right issue* merupakan suatu berita buruk atau bukan merupakan informasi yang berarti bagi investor dalam pengambilan keputusan berinvestasi.

Dalam kaitannya dengan efisiensi pasar modal, Copeland (1995) dalam penelitian Prasetiono (2000) menjelaskan bahwa apabila seluruh informasi relevan yang tersedia tentang suatu saham langsung tercermin dalam harganya maka hal itu menunjukkan bahwa pasar modal efisien. Informasi tentang naik turunnya *return* perusahaan merupakan salah satu informasi yang dipandang cukup penting bagi para investor, karena dalam informasi tersebut mengandung muatan informasi (*information content*) yang berkenaan dengan prospek keuntungan yang akan diperoleh suatu perusahaan di masa mendatang. Hal ini disebabkan, dalam kondisi di mana investor dihadapkan pada ketidakpastian yang tinggi terhadap hasil investasinya, maka informasi naik turunnya *return* (*actual return*) dapat dijadikan indikator untuk memperkirakan prospek keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karena itu, adanya kenaikan *return* (*actual return* positif) dapat ditafsirkan sebagai tanda optimis (*good news*) pihak manajemen sehubungan dengan keuntungan perusahaan mendatang. Demikian pula

sebaliknya, penurunan *return* (*actual return* negatif) dapat ditafsirkan sebagai penurunan keuntungan atau *bad news*.

### 2.1.7 *Right Issue*

Penawaran umum yang pertama kali dilakukan oleh suatu perusahaan dikenal dengan istilah *Initial Public Offering (IPO)* (Ang, 1997). Dalam *IPO* ini, perusahaan menawarkan sahamnya kepada semua investor yang ada di bursa. Dalam penawaran umum biasanya perusahaan yang menawarkan sahamnya menggunakan jasa penjamin emisi (*underwriter*). Apabila perusahaan membutuhkan dana kembali maka perusahaan dapat menawarkan saham kembali kepada publik. Ada dua jenis penawaran yang bisa dilakukan, yaitu : melakukan penawaran umum lagi kepada semua investor yang ada di bursa atau melakukan penawaran saham terbatas (*right issue*).

*Right Issue* merupakan hak istimewa yang diberikan kepada para pemegang saham lama untuk mendaftar guna mendapatkan saham biasa atau suatu emisi baru sebelum ditawarkan kepada masyarakat. Dengan *right issue*, perusahaan dapat mengumpulkan dana melalui partisipasi pemegang saham lama, tentu saja langkah ini dilanjutkan setelah mendapat persetujuan mayoritas dari para pemegang saham, tanpa mengurangi hak mereka untuk mempertahankan proporsi sahamnya (*preemptive right*).

Lain halnya dengan penawaran umum biasa, *preemptive right* tidak dapat dipenuhi karena investor baru dapat saja melakukan pembelian saham perusahaan tanpa halangan. Cara ini dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham

baru karena biasanya perusahaan menerbitkan saham baru dengan harga yang lebih murah dari harga pasar, agar saham tersebut menarik minat investor.

Ada dua alasan perusahaan melakukan *right issue*, yaitu : (Suad Husnan, 1998)

1. *Right issue* dapat mengurangi biaya emisi, karena *right issue* biasanya tidak menggunakan jasa penjamin (*underwriter*).
2. Dengan adanya *right issue* berakibat jumlah saham perusahaan yang ada akan bertambah sehingga diharapkan akan meningkatkan frekuensi perdagangan atau yang berarti akan meningkatkan likuiditas saham perusahaan.

Informasi mengenai restrukturisasi keuangan perusahaan diperoleh saat rapat umum pemegang saham (RUPS). Restrukturisasi ini merupakan salah satu cara untuk meningkatkan dan memaksimalkan harga pasar saham. Secara teoritis, dalam kondisi pasar modal dengan efisiensi informasi setengah kuat (*semi strong*), harga saham akan sangat dipengaruhi oleh informasi keuangan yang disajikan oleh perusahaan. Pasar akan mengoreksi harga segera setelah informasi itu dipublikasikan.

Seringkali kita mendengar istilah *right issue* dalam kaitannya dengan bukti *right*. Menurut Ang (1997), bukti *right* adalah suatu produk efek (sekuritas) yang diturunkan dari saham yang dikeluarkan oleh *emiten* yang memberikan hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan oleh *emiten* dengan proporsi dan harga tertentu. *Right issue* dalam kaitannya dengan bukti *right* merupakan kegiatan penawaran umum terbatas kepada

pemegang saham lama dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu. Jadi jika suatu perusahaan publik ingin menerbitkan bukti *right*, maka kegiatannya harus melalui penawaran umum terbatas. Jadi penawaran umum berarti memberikan tawaran kepada publik untuk memesan atau membeli saham, sedangkan makna terbatas menunjukkan bahwa penawaran umum ini hanya ditujukan kepada pemegang saham lama.

Husnan (1998) menyatakan *right issue* merupakan kebijakan yang diambil oleh *emiten* untuk menghemat biaya emisi serta untuk menambah jumlah lembar saham yang beredar sehingga dengan adanya *right issue* kapitalisasi pasar saham akan dapat meningkat dalam persentase yang lebih kecil daripada persentase jumlah lembar saham yang beredar. *Right issue* merupakan produk turunan (*derivatif*) dari saham.

Alasan lain yang biasa digunakan untuk membenarkan *right* adalah agar setiap pemegang saham lama memiliki hak untuk mempertahankan persentase haknya atas laba dan hak suara dalam perusahaan, karena jika sejumlah besar saham baru langsung dijual kepada para pemegang saham baru maka banyak hak suara dan laba dalam perusahaan akan beralih kepada mereka, juga dikatakan bahwa setiap pemegang saham lama yang ada mempunyai hak untuk mempertahankan bagiannya dalam aktiva perusahaan, dengan kata lain untuk mempertahankan persentase kepemilikan dalam kekayaan bersih perusahaan. Sedangkan apabila dilakukan dalam penawaran umum, mereka akan diperlakukan sama dengan investor lain yang tidak mempunyai saham tersebut dikarenakan jumlah saham yang ada menjadi lebih banyak sehingga saham tersebut lebih

likuid. Bagi investor, *right issue* berdampak positif kalau tidak berpengaruh terhadap harga saham akan tetapi sebaliknya, berdampak negatif jika menyebabkan menurunnya harga saham.

### 2.1.8 Likuiditas Saham

Salah satu langkah perusahaan menjual sahamnya kepada masyarakat luas adalah mencatatkan sahamnya di bursa efek sehingga saham-saham tersebut dapat diperdagangkan pada pasar sekunder. Pencatatan saham di bursa efek ini disebut *listing*. Setiap pencatatan di bursa efek mempunyai persyaratan tertentu yang disebut kebijaksanaan pencatatan atau *listing policy*. Salah satu syarat *listing policy* adalah jumlah saham minimum yang dicatat yaitu di Bursa Efek Jakarta adalah satu juta saham (Ang, 1997).

Jumlah saham yang dicatatkan di bursa efek ini merupakan salah satu faktor yang dipengaruhi likuiditas perdagangan saham tersebut di bursa. Jika jumlah saham yang dicatatkan sedikit maka pemegang sahamnya juga sedikit, sehingga transaksi harian pun sedikit atau bahkan tidak ada. Saham-saham untuk jangka waktu yang lama tidak ditransaksikan atau terlalu sedikit transaksinya biasanya disebut saham tidur.

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi likuiditas suatu saham antara lain: Jumlah saham tercatat, harga saham, faktor fundamental emiten, keterbukaan informasi dan sentimen pasar (Ang, 1997).

Likuiditas saham merupakan suatu indikator dan reaksi pasar terhadap suatu pengumuman yang diukur dengan *Trading Volume Activity (TVA)*. Suryawijaya

dan Setiawan (1998) menjelaskan bahwa *Trading Volume Activity (TVA)* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan volume aktivitas perdagangan saham di pasar modal. Sedangkan Husnan dkk. (1996) mengukur kegiatan perdagangan saham yang dilihat melalui indikator aktivitas volume perdagangan (*Trading Volume Activity*) digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah informasi tersebut membuat keputusan perdagangan di atas keputusan perdagangan yang normal.

Total volume perdagangan suatu saham merupakan suatu penjumlahan dari setiap transaksi perdagangan yang dilakukan oleh para pelaku pasar, menurut Beaver (1968) dalam Budiarto dan Baridwan (1999), proses penjumlahan ini mencerminkan adanya perbedaan pandangan (asimetri) diantara investor mengenai nilai suatu saham. Grossman dan Stiglitz (1980) juga diacu dalam penelitian Budiarto dan Baridwan (1999) menyatakan bahwa volume perdagangan terjadi karena adanya perbedaan pendapat (*differing beliefs*) diantara investor mengenai berapa nilai saham sesungguhnya. Berdasarkan hasil penelitian mereka dapat disimpulkan bahwa terdapat dua aspek perbedaan pendapat diantara investor mengenai nilai suatu saham, yaitu : (1) interpretasi yang berbeda terhadap suatu informasi yang mereka terima atau miliki, dan (2) adanya perbedaan presisi dari informasi pribadi para investor. Oleh karenanya kenaikan volume perdagangan saham merefleksikan seberapa jauh terjadinya asimetri informasi diantara para investor sebagai reaksi atas suatu pengumuman yang dipublikasikan.

Ada beberapa pengukuran *return* realisasi, dan yang banyak digunakan adalah *return* total (*total return*). *Return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. *Return* total sering disebut dengan *return* saja.

Penelitian Jogiyanto (2000) menyatakan bahwa *mean adjusted model* menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan nilai rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi. *Market model* menganggap bahwa tingkat keuntungan suatu saham dipengaruhi oleh tingkat keuntungan portofolio pasar. Sedangkan *market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return indeks* pasar pada saat tersebut.

Houlthausen dan Verrecchia (1990) berpendapat bahwa pengumuman yang tidak membawa informasi baru tidak akan mengubah kepercayaan investor, sehingga mereka tidak akan melakukan perdagangan. Sebaliknya dengan adanya perbedaan penafsiran yang konstan, sebuah informasi baru yang tidak diharapkan akan membawa perubahan kepercayaan yang selanjutnya akan memotivasi mereka untuk melakukan kegiatan perdagangan.

### **2.1.9 Kandungan Informasi (*Information Contents*)**

Perkembangan harga saham dan volume perdagangan di pasar modal merupakan suatu indikator penting untuk mempelajari tingkah laku pasar, yaitu investor. Dalam menentukan apakah investor akan melakukan transaksi di pasar modal, biasanya ia akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi pribadi.

Informasi tersebut akan memiliki makna atau nilai bagi investor jika keberadaan informasi tersebut menyebabkannya melakukan transaksi di pasar modal, dimana transaksi ini tercermin melalui perubahan harga dan volume perdagangan saham. Dengan demikian, seberapa jauh relevansi atau kegunaan suatu informasi dapat disimpulkan dengan mempelajari kaitan antara pergerakan harga saham dan volume perdagangan di pasar modal dengan keberadaan informasi tersebut (Budiarto dan Baridwan, 1999).

Jika pengumuman *right issue* mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasi, maka mestinya terdapat perbedaan dalam harga saham dan aktivitas perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman. Perbedaan tersebut mencerminkan adanya asimetri informasi di antara investor terhadap adanya informasi tersebut. Jika kandungan informasi *right issue* direspon negatif, maka akan menyebabkan perbedaan dalam harga/*return* saham dan aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah yang menunjukkan perbedaan negatif dan sebaliknya, jika informasi *right issue* positif, maka akan menyebabkan perbedaan dalam harga/*return* saham dan aktivitas perdagangan yang menunjukkan perbedaan positif. Dari berbagai hasil penelitian empiris yang telah dilakukan sebelumnya (Myers dan Majluf, 1984; Masulis dan Korwar, 1986; dan Sant dan Ferris, 1994) ditemukan bahwa pengumuman *right issue* akan direspon secara negatif oleh pasar, sehingga sering disebut sebagai 'kandungan informasi negatif' (*negative information contents*).

Studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu peristiwa. Jika peristiwa mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu berita tentang peristiwa tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Suatu peristiwa yang mengandung informasi akan memberikan *abnormal return* kepada investor. Sebaliknya, peristiwa yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada investor (Jogiyanto, 2000).

Di samping terjadi perubahan harga yang mengakibatkan *return* saham abnormal, suatu peristiwa juga memungkinkan terjadinya perubahan volume perdagangan saham. Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham dan mencerminkan keputusan investasi investor.

#### **2.1.10 Studi Peristiwa (*Event Study*)**

Penelitian Peterson (1989) menyatakan bahwa *event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari peristiwa tertentu. Sedangkan Kritzman (1994) menyatakan bahwa *event study* bertujuan untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan *return* dari surat berharga tersebut.

Berdasarkan pengertian di atas tampak bahwa *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*).

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga atau *return* dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya jika suatu pengumuman tidak memiliki kandungan informasi, tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Selain terdapat *abnormal return*, reaksi pasar dapat juga diindikasikan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham. Perubahan volume perdagangan saham di pasar modal menunjukkan aktivitas perdagangan saham di bursa dan mencerminkan keputusan investasi para investor di pasar modal. Suryawijaya dan Setiawan (1998) menjelaskan bahwa *Trading Volume Activity (TVA)* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi

pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan volume aktivitas perdagangan saham di pasar modal. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa *TVA* merupakan suatu variasi dari *event study*. Perbedaan dari keduanya adalah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu *event*.

### 2.1.11 Penelitian Terdahulu

Pengumuman *right issue* secara teoritis seharusnya berpengaruh terhadap perkembangan struktur modal bagi emiten, sehingga akan berdampak secara positif terhadap harga saham. Untuk mengetahui reaksi pasar *right issue* dapat dilihat dari *abnormal return* dan volume perdagangan saham. Jika terdapat *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa pengumuman *right issue* mengandung kandungan informasi. Sebaliknya, jika tidak terdapat *abnormal return* maka pengumuman tersebut tidak mengandung informasi.

Uraian penelitian terdahulu secara terperinci dapat dilihat pada tabel 2.1 yang menunjukkan studi empiris berkaitan dengan pengumuman *right issue* sebagai berikut :



Nickolaos V. Tsangarakis	1996	<i>Cross Sectional Analysis</i>		<i>Abnormal return</i> berkaitan dengan jumlah modal yang dicapai relatif dengan modal yang ada, derajat konsentrasi kepemilikan dan kondisi pasar yang berlaku sebelum pengumuman <i>right issue</i> . Reaksi harga saham pada penawaran ekuitas berbeda-beda menurut metode <i>issue</i> -nya. Negatif untuk <i>general cash offers</i> dan tidak negatif ke positif pada <i>right issue</i> . Penjelasan lain yang mungkin dapat diberikan yaitu mengenai hubungan <i>abnormal return</i> dengan pengumuman <i>right issue</i> yang memberikan hasil berbeda di tiap negara, dari negatif atau 0 di negara-negara dengan pasar modal yang sudah maju dan dengan penyebaran kepemilikan yang luas, tetapi positif di negara dengan pasar modal berkembang dan konsentrasi kepemilikan tinggi.
Arif Budiarto dan Zaki Baridwan	1999	<i>Event Study</i>	50	<i>Return</i> saham mengalami kenaikan sebelum hari pengumuman. Tidak terdapat perbedaan <i>return</i> pada saat informasi tersebut dipublikasikan sampai 5 hari sesudah pengumuman tetapi nilai <i>return</i> pada tanggal pengumuman berbeda signifikan dengan nilai <i>return</i> sebelum pengumuman. <i>Abnormal return</i> pada tanggal pengumuman dibandingkan dengan dengan <i>abnormal return</i> pada hari sebelum pengumuman tidak signifikan demikian juga dengan sesudah pengumuman. Kenaikan volume perdagangan tidak signifikan, artinya tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara rata-rata TVA pada hari pengumuman dengan rata-rata TVA sebelum dan sesudah pengumuman. Tidak ada perbedaan yang signifikan harga/return saham dan volume perdagangan saham sebelum dengan sesudah pengumuman.
I Made Sudana dan Hani Ariawati	1999	<i>Event Study</i>	20	Rata-rata nilai residu volume transaksi (AR) yang dihasilkan seluruhnya bertanda negatif. AR volume transaksi berbeda secara signifikan pada tingkat likuiditas saham pada perusahaan yang melakukan pengumuman <i>right issue</i> . <i>Right issue</i> mempunyai dampak positif bagi investor dan emiten yang ditunjukkan dengan meningkatnya kinerja dan likuiditas saham perusahaan
Prima Yusi Sari dan Roy Sembel	2001	<i>Event Study</i>	71	AAR signifikan negatif pada saat <i>right</i> tidak berlaku lagi ( <i>ex date</i> ). Disekitar <i>ex date</i> ( <i>short event window</i> ), peristiwa <i>right issue</i> direspon negatif oleh pasar. Pada saat pengumuman <i>right issue</i> direspon negatif signifikan oleh pasar. Pada periode lebih panjang ( <i>long event window</i> ) AAR lebih bervariasi, ada yang mengalami penurunan atau sebaliknya tetapi tidak signifikan. Secara kumulatif, pasar memberikan respon negatif terhadap adanya <i>right issue</i> .
Puji Harto	2001	<i>Financial Ratios</i>	35 & 42 sampel pem-banding	Ada peningkatan likuiditas pada waktu sesudah dibandingkan dengan sebelum <i>right issue</i> . Kinerja efisiensi penggunaan aset perusahaan mengalami penurunan setelah <i>right issue</i> . Terjadi penurunan tingkat kembalian investasi dan tingkat kembalian ekuitas dari jangka waktu 1 tahun sebelum <i>right</i> hingga 2 tahun setelah <i>right issue</i> dilakukan. Efisiensi penggunaan aset untuk menghasilkan pendapatan pada perusahaan <i>issuer</i> lebih rendah daripada perusahaan <i>nonissuer</i> . Perusahaan <i>issuer</i> memiliki tingkat leverage lebih tinggi dibanding perusahaan <i>nonissuer</i> . Perusahaan <i>issuer</i> menunjukkan kinerja operasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan <i>nonissuer</i> . Pada tahun penerbitan <i>right issue</i> kondisi profitabilitas perusahaan <i>issuer</i> dilihat dari tingkat kembalian investasi lebih rendah sehingga mungkin <i>right issue</i> merupakan satu alasan untuk memperoleh dana. Kinerja <i>return</i> perusahaan <i>issuer</i> secara umum mengalami <i>underperformed</i> .

Agus Solichin dan Imam Ghozali	2003	<i>Event Study</i>	47	<i>Abnormal return</i> sebelum dan pada saat pengumuman <i>right issue</i> tidak signifikan tetapi ditemukan <i>abnormal return</i> negatif dan signifikan pada hari sesudah pengumuman khususnya pada hari+3, untuk hari yang lain semuanya tidak signifikan. Tidak ada perbedaan yang signifikan terhadap rata-rata <i>abnormal return</i> saham pada saat pengumuman dan di sekitar pengumuman <i>right issue</i> . Tidak ada perbedaan antara rata-rata <i>abnormal return</i> saham sebelum dan sesudah pengumuman <i>right issue</i> .
--------------------------------	------	--------------------	----	--

Sumber : *Financial Management*, JEP, JRAI, SNA IV, ME, JBFA, JF, *Business Review*, *The Accounting Review*

Berdasarkan hasil dari penelitian sebelumnya, baik di luar negeri yang cenderung menghasilkan reaksi harga saham negatif maupun dalam negeri, dan dengan melihat kondisi ekonomi yang berbeda serta periode waktu dan model penelitian yang berbeda pula, maka secara terperinci perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah sebagai berikut :

Perbedaan yang ada dalam penelitian ini dibanding dengan penelitian Budiarto dan Baridwan (1999), yaitu dalam penghitungan *abnormal return* penelitian ini digunakan *market model* untuk menghitung *return* ekspektasinya sedangkan Budiarto dan Baridwan, *abnormal return*-nya dihitung dengan menggunakan *market adjusted return*. Penggunaan *market model* ini akan menaikkan kemampuan mendeteksi (*power of test*) secara lebih baik sehingga penggunaan model ini disarankan oleh Budiarto dan Baridwan untuk penelitian selanjutnya.

Sedangkan perbedaan dengan penelitian yang dilakukan I Made Sudana dan Hani Ariawati (1999) yaitu : Pertama, variabel yang diteliti hanyalah pengaruh pengumuman *right issue* terhadap likuiditas saham sedangkan dalam penelitian ini ditambahkan variabel pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *return* saham. Kedua, pada penelitian Sudana dan Ariawati untuk mengukur volume transaksi

saham yang diharapkan, digunakan suatu model yang disebut dengan “*The finite time series model*” (*FISM*) yang didasarkan atas asumsi mengenai efek dari kedatangan informasi pada volume transaksi; serta selisih harga permintaan dan harga penawaran (*bid-ask spread*). Sedangkan pada penelitian ini likuiditas saham diukur melalui perubahan aktivitas perdagangan saham, yang dihitung dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity (TVA)* masing-masing saham.

Adapun perbedaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Agus Solichin dan Imam Ghozali (2003), yaitu variabel yang diteliti hanyalah mengenai dampak pengumuman *right issue* terhadap reaksi pasar yang diukur dengan *abnormal return*, sedangkan pada penelitian ini juga dilakukan analisis pengaruh *right issue* terhadap likuiditas saham.

Penelitian lain yang dilakukan di luar negeri cenderung meneliti pengaruh *right issue* pada pasar modal yang sudah maju (*developed capital market*) yang akan memberi pengaruh yang berbeda dengan pasar modal di Indonesia yang masih berkembang (*emerging capital market*) akibat kondisi ekonomi makro atau struktur pasar yang berbeda pula. Berdasarkan hal tersebut maka penelitian ini melanjutkan penelitian sebelumnya dengan sampel yang berbeda yaitu dalam periode waktu antara tahun 1999 sampai dengan 2002, pada perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* di Bursa Efek Jakarta.

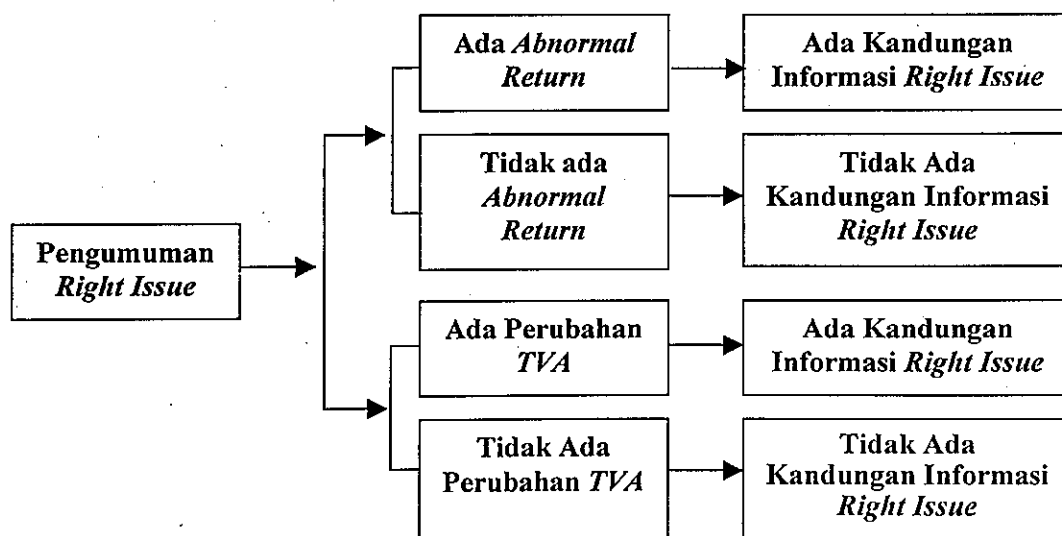
## **2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis**

Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari pengumuman *right issue*. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima

oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dan perubahan volume perdagangan dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi perubahan harga saham biasanya diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya suatu pengumuman yang tidak memiliki kandungan informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sedangkan perubahan aktivitas perdagangan saham diukur dengan menggunakan ukuran *Trading Volume Activity (TVA)*.

Berdasarkan pemikiran di atas, maka secara keseluruhan reaksi pasar terhadap kandungan informasi yang berkaitan dengan pengumuman *right issue* ditunjukkan pada gambar 2.1 berikut ini.

**Gambar 2.1**  
**Pengaruh Pengumuman *Right Issue* Terhadap *Return* Saham dan Likuiditas Saham**



### 2.3 Hipotesis

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di atas maka untuk menguji pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *return* saham dan likuiditas saham dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut :

- H<sub>1</sub> : *Abnormal return* saham pada tanggal sebelum pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan terhadap *abnormal return* sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.
- H<sub>2</sub> : *Abnormal return* saham pada tanggal sebelum pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan terhadap *abnormal return* sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.
- H<sub>3</sub> : Volume aktivitas perdagangan saham pada tanggal sebelum pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan terhadap volume aktivitas perdagangan sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.
- H<sub>4</sub> : Volume aktivitas perdagangan saham pada tanggal sebelum pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan terhadap volume aktivitas perdagangan sesudah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

### 2.4 Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini, definisi variabel yang digunakan adalah :

1. *Right issue* adalah suatu upaya yang dilakukan oleh *emiten* untuk menghemat biaya emisi, menambah jumlah saham yang beredar dan untuk menambah modal perusahaan.

2. *Return* realisasi merupakan *capital gain* selama *event period* yaitu 105 hari.
3. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi (*expected return*) harian masing-masing saham.
4. Tanggal pengumuman *right issue* ( $t = 0$ ) yang digunakan dalam penelitian ini adalah *announcement date*.
5. Perubahan harga saham harian perusahaan  $i$  dari 105 hari sebelum pengumuman *right issue* ( $t - 105$ ), pada saat tanggal pengumuman *right issue* ( $t = 0$ ) dan 5 hari setelah tanggal pengumuman *right issue* ( $t + 5$ ).
6. Harga saham adalah harga penutup harian (*daily closing price*).
7. Harga saham ( $P_{it}$ ) selanjutnya akan digunakan untuk menghitung return saham ( $R_{it}$ ) aktual individual (*actual return*).
8. *Actual return* merupakan selisih harga saham (pada waktu  $t$ ) dengan harga saham pada waktu sebelumnya ( $t-1$ ) secara relatif.
9. *Good news* merupakan kelompok perusahaan sampel yang mempunyai *return* saham ( $R_{it}$ ) aktual individual (*actual return*) positif, yaitu jika *return* yang terjadi dalam periode peristiwa pada waktu ke  $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya ( $t-1$ ) bernilai positif. Suatu perusahaan dianggap menghasilkan *actual return* positif apabila perusahaan tersebut mengalami peningkatan *actual return* pada waktu ke  $t$  dibanding waktu  $t-1$ .

10. *Bad news* merupakan kelompok perusahaan sampel yang mempunyai *return* saham ( $R_{it}$ ) aktual individual (*actual return*) 0 atau negatif, yaitu jika *return* yang terjadi dalam periode peristiwa pada waktu ke  $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya ( $t-1$ ) bernilai 0 atau negatif. Suatu perusahaan dianggap menghasilkan *actual return* 0 atau negatif apabila perusahaan tersebut tidak mengalami perubahan *actual return* atau mengalami penurunan *actual return* pada waktu ke  $t$  dibanding waktu  $t-1$ .
11. Perubahan harga pasar harian indikatornya adalah IHSG yang digunakan untuk menentukan *return* pasar ( $R_{mt}$ ).
12. Likuiditas saham merupakan suatu indikator dari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman yang diukur dengan *Trading Volume Activity (TVA)*. *TVA* merupakan perbandingan antara jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan seluruh jumlah saham perusahaan yang beredar (*listing*) pada kurun waktu yang sama.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Jenis dan Sumber Data

##### 3.1.1 Jenis Data

Dalam penelitian ini, jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Metode pengumpulan data yang dipakai yaitu metode dokumentasi. Jenis data yang dikumpulkan meliputi :

- (1) Data tanggal pengumuman *right issue* (1999 - 2002)
- (2) Data harga saham harian (1999 - 2002)
- (3) Data IHSG harian (1999 - 2002)
- (4) Data volume perdagangan saham harian (1999 - 2002)
- (5) Data jumlah saham yang beredar (1999 - 2002)

##### 3.1.2 Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*Secondary data*) yang terdapat dan dipublikasikan di BEJ, yang diperoleh secara langsung dari Pojok BEJ Undip dan Unika Semarang. Data-data yang dimaksud adalah : *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), daftar kurs efek harian, *JSX Statistics* dan *Fact Books*. Selain itu juga mengambil dari *database* di Pojok BEJ Unika Semarang. Teknik pengumpulan data dilakukan dengan menggunakan metode survei empiris terhadap data sekunder.

### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek dan subyek yang mempunyai kuantitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Sampel merupakan bagian dari jumlah karakteristik yang dimiliki populasi tersebut (Sugiono, 1999).

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEJ serta mengumumkan *right issue* pada tahun 1999 sampai dengan 2002, yang berjumlah 74 perusahaan. Data mengenai perusahaan diperoleh dari daftar perusahaan yang telah *go public* dalam Direktori Pasar Modal Indonesia 1999 – 2002.

Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, yang berarti bahwa populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki oleh peneliti. Dari 74 perusahaan yang mengumumkan *right issue* dan tercatat di BEJ, diambil 40 sampel yang memenuhi kriteria. Sampel diambil yang memenuhi kriteria sebagai berikut :

- (1) Perusahaan yang terdaftar di BEJ dari periode 1 Januari 1999 sampai dengan 31 Desember 2002.
- (2) Hari (tanggal) pengumuman *right issue*.
- (3) Perusahaan tidak mempunyai pengumuman lain selain selain pengumuman *right issue* pada lima hari sebelum, pada tanggal, dan lima hari sesudah pengumuman *right issue*, seperti pengumuman dividen, merger, *stock split*, dan laporan keuangan.

- (4) *Right issue* perusahaan tidak disertai saham bonus atau *warrant*.
- (5) Peneliti bisa mendapatkan hari pengumuman, yaitu *announcement date* di *JSX Statistics 4<sup>th</sup> Quarter*. Jika ternyata peneliti gagal, karena data tidak lengkap maka perusahaan tersebut tidak digunakan sebagai sampel.
- (6) Perusahaan tidak dilikuidasi.

Dari 40 sampel perusahaan yang ada tersebut, dapat dilihat nama masing-masing perusahaan beserta tanggal pengumuman *right issue* (*announcement date*) pada lampiran 1. Keseluruhan sampel yang digunakan terdiri dari 21 perusahaan untuk kelompok *good news* dan 19 perusahaan untuk kelompok *bad news*. Dalam penelitian ini data harga saham yang diperlukan meliputi harga saham selama *event period* yaitu harga saham pada saat pengumuman *right issue* dan pada hari di sekitar pengumuman serta harga saham selama *estimation period* yaitu harga saham selama seratus (100) hari sebelum dan 5 hari sesudah *event period*. (Jogiyanto, 2000).

### **3.3 Tehnik Analisis Data**

#### **3.3.1 Model Penelitian**

Dalam penelitian ini akan diamati *abnormal return* saham yang ditawarkan melalui penawaran terbatas (*right issue*), sementara *abnormal return* itu sendiri merupakan selisih antara total perubahan harga (*total return*) dengan *expected return*. *Expected return* merupakan *return* saham yang merupakan hasil dari taksiran suatu model. Model yang akan digunakan untuk mengestimasi *return* ekspektasi (*expected return*) adalah *market model* (Brown dan Warner, 1985)

yang dikutip oleh (Jogiyanto, 2000). Model ini menganggap bahwa *return* saham yang diharapkan dan *return* pasar mempunyai hubungan linier. Di samping itu juga, model ini mengasumsikan bahwa besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan hanya tergantung pada resiko sistematis saham yang bersangkutan. Resiko sistematis suatu saham, juga dikenal dengan nama beta ( $\beta$ ) yang menunjukkan seberapa jauh fluktuasi *return* saham dipengaruhi oleh fluktuasi *return* pasar.

Market model tersebut, bisa dirumuskan sebagai berikut :

$$R_{it} = \alpha + \beta_j \cdot R_{mt}$$

(1)

Dimana :

$R_{it}$  : *Expected return*

$\alpha$  : Komponen dari *return* sekuritas yang independen terhadap kinerja pasar (*return* pasar)

$\beta$  : Koefisien yang mengukur perubahan *return* sekuritas sebagai akibat dari perubahan *return* pasar

$R_{mt}$  : *Return* pasar yang sesungguhnya

Dalam penelitian perlu diketahui koefisien regresi antara  $\alpha$  dengan  $\beta$  untuk periode estimasi (*estimation period*) yang merupakan jangka waktu seratus hari sebelum periode kejadian (*event period*). Setelah diketahui  $\alpha$  dan  $\beta$  selama periode estimasi, maka dihitung *expected return* untuk periode kejadian (*event period*). *Abnormal return* dan *average abnormal return* selama 11 hari di sekitar tanggal pengumuman *right issue*, digunakan untuk melihat apakah pengumuman *right issue* mengandung kandungan informasi.

Pengumuman *right issue* akan diuji dengan menggunakan *t test* dua sisi dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ . Uji distribusi *t* dua sisi digunakan dengan berdasarkan pada nilai  $t_{tabel}$  negatif dan  $t_{tabel}$  positif. Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  atau  $t_{hitung} < -t_{tabel}$  maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Namun seandainya  $t_{hitung}$  di antara  $-t_{tabel}$  dan  $t_{tabel}$  maka  $H_0$  tidak mampu ditolak dan  $H_a$  tidak dapat diterima.

Tidak mampu menolak hipotesis null berarti tidak ada pengaruh secara signifikan antara *abnormal return* pada hari sebelum pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman dengan melihat rata-rata *abnormal return* pada hari sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Sebaliknya menolak hipotesis null (menerima hipotesis alternatif) berarti terdapat pengaruh secara signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dengan melihat rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

### 3.3.2 Tahap-Tahap Analisis

Metodologi untuk *event study* umumnya mengikuti prosedur sebagai berikut : (Elton dan Gruber, 1995)

- (1) Mengumpulkan sampel perusahaan yang mempunyai suatu peristiwa yang ingin diteliti,
- (2) Menentukan dengan tepat hari atau tanggal pengumuman dan menentukan sebagai hari 0,
- (3) Menentukan periode penelitian atau *event window*,
- (4) Untuk setiap sampel perusahaan dihitung *return* pada masing-masing satuan periode ( hari, minggu, atau bulan),

- (5) Menghitung *abnormal return* dari *return* yang sudah didapatkan untuk tiap perusahaan,
- (6) Menghitung *rata-rata abnormal return* untuk masing-masing satuan periode (hari, minggu, atau bulan) untuk keseluruhan sampel, dan
- (7) Menghitung *abnormal return* kumulatif dari awal periode (jika diinginkan).

### 3.3.3 Prosedur Pengolahan Data

#### A. Periode Estimasi (*Estimation Period*)

1. Menghitung *return* saham aktual individual (*actual return*) harian (Jogiyanto, 2000).

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

Dimana :

$R_{it}$  : *Actual Return* saham masing-masing perusahaan

$P_{it}$  : Harga saham masing-masing perusahaan pada tanggal t

$P_{it-1}$  : Harga saham masing-masing perusahaan pada tanggal t -1

2. Menghitung *return* pasar harian (Jogiyanto, 2000).

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3)$$

Dimana :

$R_{mt}$  : *Return* pasar

$IHSG_t$  : Indeks Harga Saham Gabungan pada tanggal t

$IHSG_{t-1}$  : Indeks Harga Saham Gabungan pada tanggal t -1

3. Meregresikan *return* saham harian (*actual return*) dengan *return* pasar harian (*market return*) guna memperoleh  $\alpha$  dan  $\beta$  masing-masing saham (Jogiyanto, 2000). Besarnya  $\alpha$  dan  $\beta$  ditetapkan dengan menggunakan *Ordinary Least Square (OLS)*, dengan rumus sebagai berikut :

$$\beta = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2} \dots\dots\dots (4)$$

$$\alpha = \frac{\sum Y - \beta(\sum X)}{n} \dots\dots\dots (5)$$

Adapun persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta X \dots\dots\dots (6)$$

Dimana :

- X : *Return* pasar ( $R_{mt}$ )
- Y : *Return* saham ( $R_{it}$ )
- N : Jumlah perusahaan

B. Periode Kejadian (*Event Period*)

1. Menghitung *return* saham harian individual (*actual return*), kemudian diklasifikasikan menjadi dua kelompok. Untuk rata-rata *actual return* yang positif diklasifikasikan dalam kelompok *good news*, sedangkan untuk rata-rata *actual return* nol dan negatif diklasifikasikan dalam kelompok *bad news*.
2. Menghitung *return* pasar harian.

3. Menghitung *expected return* selama *event period* dengan menggunakan  $\alpha$  dan  $\beta$  periode estimasi.

$$(E) R_{it} = \alpha + \beta_j R_{mt} \dots\dots\dots (7)$$

Dimana :

$(E) R_{it}$  : *Expected return*

$R_{mt}$  : *Return* pasar yang sesungguhnya

$\alpha, \beta$  : Koefisien regresi

4. Menghitung *abnormal return* ( $AR_{it}$ ) harian individual, dengan menggunakan *market model* dengan persamaan sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - (E) R_{it} \dots\dots\dots (8)$$

Dimana :

$AR_{it}$  : *Abnormal return* harian individual

$R_{it}$  : *Return* saham sesungguhnya

$(E) R_{it}$  : *Expected return*

5. Menghitung rata-rata *abnormal return* harian.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum AR_{it} \dots\dots\dots (9)$$

Dimana :

$AAR_t$  : Rata-rata *abnormal return* harian

$AR_{it}$  : *Abnormal return*

$n$  : Jumlah perusahaan

6. Menguji signifikansi rata-rata *abnormal return* masing-masing hari pada *event window* dan menguji signifikansi rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* pada *event window* (*good - bad news*). Teknik pengujian yang dilakukan adalah dengan menggunakan *one-sample T test* dan uji beda dua rata-rata (*Paired-sample T test*), dengan langkah-langkah sebagai berikut :

a. Merumuskan hipotesis penelitian

Hipotesis I :  $H_{a1} : \mu_1 \neq \mu_2$

Dimana :

$H_{a1}$  = Hipotesis pertama

$\mu_1$  = Rata-rata AR sebelum pengumuman *right issue* saham *good news*

$\mu_2$  = Rata- rata AR sesudah pengumuman *right issue* saham *good news*

Hipotesis II :  $H_{a1} : \mu_1 \neq \mu_2$

Dimana :

$H_{a2}$  = Hipotesis kedua

$\mu_1$  = Rata-rata AR sebelum pengumuman *right issue* saham *bad news*

$\mu_2$  = Rata- rata AR sesudah pengumuman *right issue* saham *bad news*

b. Alat statistik yang digunakan untuk pengujian ini dan pengujian-pengujian selanjutnya adalah SPSS 11 *for Windows*.

c. Kriteria Pengujian

$H_0$  tidak mampu ditolak dan  $H_a$  tidak dapat diterima jika :

$$-t_{tabel} < t_{hitung} < t_{tabel}$$

dengan kata lain perbedaan rata-rata *abnormal return* tidak signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

$H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima jika :

$$t_{hitung} > t_{tabel} \text{ atau } t_{hitung} < -t_{tabel}$$

dengan kata lain perbedaan rata-rata *abnormal return* signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

### 7. Likuiditas Saham

Likuiditas saham yang tercermin melalui perubahan aktivitas perdagangan saham dihitung dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity (TVA)* masing-masing saham dengan formula sebagai berikut : (Jogiyanto, 2000)

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Jumlah saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Jumlah saham perusahaan } i \text{ yang beredar (listing) pada waktu } t} \quad (10)$$

8. Setelah *TVA* masing-masing saham diketahui kemudian dihitung rata-rata volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* dalam periode pengamatan dalam penelitian untuk semua sampel dihitung dengan persamaan sebagai berikut :

$$\bar{XTVA} = \frac{\sum_{i=1}^n TVA}{N} \quad (11)$$

*TVA* digunakan untuk melihat apakah preferensi investor secara individual menilai pengumuman *right issue* sebagai sinyal positif atau negatif untuk membuat keputusan perdagangan saham di atas keputusan perdagangan yang normal.

9. Menguji signifikansi rata-rata *TVA* masing-masing hari pada *event window* dan menguji signifikansi rata-rata *TVA* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* pada *event window (good - bad news)*. Teknik pengujian yang dilakukan adalah dengan menggunakan *one-sample T test*

dan uji beda dua rata-rata (*Paired-sample T test*), dengan langkah-langkah sebagai berikut :

a. Merumuskan hipotesis penelitian

Hipotesis III :  $H_{a3} : \mu_1 \neq \mu_2$

Dimana :

$H_{a3}$  = Hipotesis ketiga

$\mu_1$  = Rata-rata TVA sebelum pengumuman *right issue saham good news*

$\mu_2$  = Rata-rata TVA sesudah pengumuman *right issue saham good news*

Hipotesis IV :  $H_{a4} : \mu_1 \neq \mu_2$

Dimana :

$H_{a4}$  = Hipotesis keempat

$\mu_1$  = Rata-rata TVA sebelum pengumuman *right issue saham bad news*

$\mu_2$  = Rata-rata TVA sesudah pengumuman *right issue saham bad news*

b. Alat statistik yang digunakan untuk pengujian ini dan pengujian-pengujian selanjutnya adalah SPSS 11 *for Windows*.

c. Kriteria Pengujian

$H_0$  tidak mampu ditolak dan  $H_a$  tidak dapat diterima jika :

$$-t_{\text{tabel}} < t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}}$$

dengan kata lain perbedaan rata-rata *TVA* tidak signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

$H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima jika :

$$t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} \text{ atau } t_{\text{hitung}} < -t_{\text{tabel}}$$

dengan kata lain perbedaan rata-rata *TVA* signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

Uji normalitas data dalam penelitian ini dilakukan sebelum uji hipotesis untuk menentukan apakah data terdistribusi normal atau tidak, yang akan menentukan penggunaan alat uji statistiknya. Uji normalitas ini menggunakan *Kolmogorov-Smirnov test* pada rata-rata *abnormal return (AAR)* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* dan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham (*TVA*) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*, jika data diketahui normal maka digunakan uji t untuk menganalisis data dan jika data tidak normal maka uji nonparametrik dioperasionalkan yaitu Uji Wilcoxon.

Uji t yaitu dengan *Paired sample T test* digunakan untuk menentukan signifikansi masing-masing hipotesis null yang telah dirumuskan dengan menggunakan program SPSS versi 11. Namun jika data tidak normal maka uji t *paired* diganti dengan uji nonparametrik yang khusus digunakan untuk dua sampel berhubungan, yakni Uji Wilcoxon untuk menentukan masing-masing hipotesis null yang telah dirumuskan dengan menggunakan program SPSS versi 11. Tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) yang digunakan sebesar 5% (sering disebut sebagai taraf 5 persen). Mason (1999) menyebutkan bahwa tidak ada satu taraf signifikansi yang diterapkan untuk semua penelitian. Pada umumnya 0,05 dipilih untuk proyek penelitian konsumen, 0,01 untuk pengendalian mutu dan 0,10 biasanya digunakan untuk jajak pendapat politik.

## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Gambaran Umum Perusahaan

##### 4.1.1 Bursa Efek Jakarta (BEJ)

Pada tanggal 14 Desember 1912, suatu asosiasi 13 broker dibentuk di Jakarta. Asosiasi ini diberi nama '*Vereniging voor effectenhandel*' yang merupakan cikal bakal pasar modal pertama di Indonesia, didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda. Pasar modal ini beroperasi sampai kedatangan Jepang di Indonesia di tahun 1942.

Berdasarkan keputusan Menteri Keuangan No. 289737/UU tanggal 1 Nopember 1951, Bursa Efek Jakarta (BEJ) akhirnya dibuka kembali pada tanggal 3 Juni 1952. Setelah Jepang meninggalkan Indonesia pada tanggal 1 September 1951, dikeluarkan UU Darurat No. 12 yang kemudian dijadikan UU. No. 15/1952 tentang pasar modal oleh pemerintah Republik Indonesia. Penyelenggaraan pasar modal tersebut diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan dan Efek-Efek (PPUE). Bursa tersebut tidak berjalan lama karena adanya persengketaan antara pemerintah Republik Indonesia dengan pemerintah Belanda mengenai Irian Barat (sekarang Papua), semua bisnis Belanda dinasionalikan melalui UU Nasionalisasi No. 86 tahun 1958 yang mengakibatkan saham-saham perusahaan Belanda lari ke luar negeri. Sejak saat itu aktivitas di Bursa Efek Jakarta semakin menurun.

Pada tanggal 10 Agustus 1977 secara resmi pemerintah membuka pasar modal Indonesia yang ditandai dengan go publiknya PT. Semen Cibinong yang

merupakan perusahaan pertama yang tercatat di BEJ. Sebelumnya ditetapkan Keputusan Presiden No. 52 tahun 1976 mengenai pendirian pasar modal, pembentukan Badan Pembina Pasar Modal, pembentukan Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM) dan PT. Danareksa.

Perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 1977 hingga tahun 1988 sebanyak 24 perusahaan. Kemudian meningkat hingga 238 perusahaan pada periode tahun 1988 sampai dengan 1996. Pada tahun 1990, pemerintah mengeluarkan peraturan mengenai swastanisasi bursa efek yang kemudian pada tanggal 13 Juli 1992 BEJ berubah menjadi PT. BEJ. Lalu pada tahun yang sama, melalui Keputusan Presiden No. 53 tahun 1990 BAPEPAM yang sebelumnya merupakan Badan Pelaksana Pasar Modal berubah menjadi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM).

Pada tanggal 22 Mei 1995 BEJ mulai mengoperasikan sistem operasi perdagangan efek yang dikenal dengan *Jakarta Automated Trading System (JATS)*. Sistem ini mampu menangani transaksi yang semula maksimal 3.800 transaksi per hari menjadi 500.000 transaksi per hari. Mulai tahun 1996, perusahaan di luar Jakarta dapat melakukan perdagangan secara jarak jauh (*Remote Trading*) dengan BEJ.

Sekitar bulan Juli 1997 krisis moneter melanda Indonesia. Krisis moneter ini dimulai dari permintaan dolar Amerika yang berlebihan yang berakibat nilai rupiah menurun tajam. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada tanggal 8 Juli 1997 tercatat sebesar 750,83 poin dan turun sekitar 194,14 poin (25,86%) menjadi 546,69 poin di akhir bulan (30 September 1997). Untuk mencegah

menurunnya nilai rupiah, maka Bank Indonesia menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Tingkat suku bunga deposito yang tinggi diharapkan agar pemilik modal akan menanamkan uangnya dalam bentuk deposito sehingga akan mengurangi permintaan terhadap dolar (Jogiyanto, 2000).

Tingginya suku bunga deposito akan berpengaruh negatif terhadap pasar modal. Investor kurang tertarik untuk berinvestasi di pasar modal, karena *total return* yang diterima lebih kecil dibandingkan dengan pendapatan dari bunga deposito padahal resiko yang ada hampir 0%. Untuk mengurangi lesunya permintaan sekuritas di pasar modal Indonesia, pemerintah berusaha meningkatkan aktivitas perdagangan lewat transaksi investor asing, maka pada tanggal 3 September 1997 pemerintah tidak lagi memberlakukan pembatasan 49% kepemilikan asing. Hal ini berarti bahwa mulai tanggal tersebut, investor asing boleh memiliki saham-saham yang jumlahnya tidak terbatas.

#### **4.1.2 Profil Perusahaan**

##### **4.1.2.1 Jenis Perusahaan**

Dalam bab ini akan diuraikan secara garis besar mengenai profil perusahaan yang menjadi sampel penelitian pada periode waktu tahun 1999 sampai dengan tahun 2002. Berdasarkan 40 sampel perusahaan yang ada, akan diklasifikasikan dalam empat kategori, yaitu berdasar kategori jenis perusahaan, *total asset*, kepemilikan (*ownership*) dan *earning per share* (EPS).

Perusahaan yang melakukan *right issue* dalam periode tahun 1999 - 2002 dapat dikelompokkan menjadi 7 jenis perusahaan, dapat dilihat dalam tabel 4.1.

**Tabel 4.1**  
**Jenis Perusahaan yang Melakukan *Right Issue* Periode Tahun 1999 - 2002**

JENIS PERUSAHAAN	JUMLAH PERUSAHAAN	PERSENTASE
		(%)
<i>Animal Feed and Husbandry</i>	1	2,5
<i>Banking; Credit Agencies Other Than Bank; Securities; Insurance and Real Estate</i>	20	50
<i>Manufacturing</i>	12	30
<i>Mining and Mining Services</i>	2	5
<i>Others</i>	1	2,5
<i>Real Estate and Property</i>	1	2,5
<i>Whole Sale and Retail Trade</i>	3	7,5
<b>JUMLAH</b>	<b>40</b>	<b>100</b>

Sumber : data sekunder, diolah

Pada tabel 4.1 perusahaan yang melakukan *right issue* dapat dikelompokkan menjadi 7 jenis perusahaan yang terdiri dari 1 perusahaan yang termasuk *Animal Feed and Husbandry* atau sebesar 2,5% dari seluruh jumlah sampel, 20 perusahaan yang termasuk *Banking; Credit Agencies Other Than Bank; Securities; Insurance dan Real Estate* atau sebesar 50% dari seluruh perusahaan sampel, 12 perusahaan *Manufacturing* atau sebesar 30% dari seluruh jumlah sampel, 2 perusahaan *Mining and Mining Services* atau sebesar 5% dari keseluruhan sampel, 1 perusahaan termasuk jenis *Other* atau 2,5% dari jumlah sampel, 1 perusahaan *Real Estate and Property* atau 2,5% dari seluruh jumlah sampel dan 3 perusahaan yang termasuk *Whole Sale and Retail Trade* atau 7,5% dari seluruh jumlah sampel.

Berdasarkan tabel 4.1 di atas dapat disimpulkan bahwa jenis perusahaan yang paling banyak melakukan aktivitas *right issue* antara periode tahun 1999 hingga tahun 2002 adalah perusahaan berjenis *Banking; Credit Agencies Other*

*Than Bank; Securities; Insurance dan Real Estate*, yaitu 20 perusahaan atau sebesar 50% dari seluruh perusahaan sampel dan kemudian disusul jenis perusahaan *Manufacturing* yaitu sebesar 30% dari seluruh jumlah sampel, untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada lampiran 2.

#### 4.1.2.2 Total Asset Perusahaan

Pada tabel 4.2 akan disajikan *total asset* masing-masing perusahaan yang melakukan *right issue*.

**Tabel 4.2**  
**Total Asset Perusahaan yang Melakukan Right Issue**  
**Periode Tahun 1999 - 2002**

TOTAL ASSET	JUMLAH PERUSAHAAN	PERSENTASE
(jutaan rupiah)		(%)
< 500.000	12	30
500.000 s/d 1.000.000	4	10
> 1.000.000	24	60
<b>JUMLAH</b>	<b>40</b>	<b>100</b>

Sumber : data sekunder, diolah

Apabila dilihat dari *total asset* 40 perusahaan sampel yang melakukan *right issue* dapat dibagi ke dalam 3 kelompok, yaitu *total asset* yang kurang dari 500 miliar, antara 500 miliar sampai 1 triliun dan lebih dari 1 triliun, akan terlihat bahwa dari 40 perusahaan yang mempunyai *total asset* kurang dari 500 miliar sebanyak 12 perusahaan atau sebesar 30% dari seluruh sampel, sedangkan *total asset* antara 500 miliar sampai 1 triliun adalah sebanyak 4 perusahaan atau sebesar 10% dari seluruh jumlah sampel, dan *total asset* lebih dari 1 triliun adalah sebanyak 24 perusahaan atau sebesar 60% dari seluruh jumlah sampel. Berdasarkan tabel 4.2 di atas dapat disimpulkan bahwa besarnya *total asset* perusahaan yang melakukan *right issue* dari tahun 1999 sampai dengan 2002

ternyata sebagian besar perusahaan yang mempunyai *total asset* diatas 1 triliun , selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 2.

#### 4.1.2.3 Kepemilikan Saham (*Ownership*) Perusahaan

Selanjutnya pada profil perusahaan ini akan dilihat berdasarkan proporsi kepemilikan saham (*Ownership*), dapat dilihat dalam tabel 4.3 berikut ini.

**Tabel 4.3**  
**Kepemilikan Saham (*Ownership*) Perusahaan yang Melakukan *Right Issue***  
**Periode Tahun 1999 - 2002**

<b>OWNERSHIP</b>	<b>INSTITUTIONAL</b>	<b>PERSENTASE (%)</b>	<b>PUBLIC</b>	<b>PERSENTASE (%)</b>
< 30%	2	5	34	85
30% - 60%	1	2,5	4	10
> 60%	37	92,5	2	5
<b>JUMLAH</b>	<b>40</b>	<b>100</b>	<b>40</b>	<b>100</b>

Sumber : data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 4.3 maka dapat disimpulkan dari kepemilikan saham (*ownership*) *institutional* dengan *public*, ternyata kepemilikan saham *institutional* lebih besar daripada kepemilikan *public*. Kepemilikan saham yang jumlahnya lebih besar dari 60% ternyata dimiliki oleh *institutional* sebanyak 92,5% dibandingkan dengan kepemilikan saham *public* yaitu hanya sebesar 5%. Keterangan lebih lengkap dapat dilihat dalam lampiran 2.

#### 4.1.2.4 *Earning (loss) per share* Perusahaan

Berdasarkan tabel 4.4 maka tampak bahwa dari 40 perusahaan sampel yang melakukan *right issue* dikelompokkan menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan yang memperoleh EPS positif dan perusahaan yang mempunyai EPS 0 dan negatif. Jika dilihat dari tabel 4.4 akan terlihat bahwa dari 40 perusahaan yang

mempunyai EPS positif sebanyak 30 perusahaan atau 75% dari keseluruhan jumlah sampel. Sedangkan perusahaan yang mempunyai EPS 0 dan negatif sebanyak 10 perusahaan atau 25% dari keseluruhan sampel.

**Tabel 4.4**  
***Earning (loss) Per Share*** Perusahaan yang Melakukan *Right Issue*  
Periode Tahun 1999 - 2002

EPS	JUMLAH PERUSAHAAN	PERSENTASE
		(%)
Positif	30	75
Negatif	10	25
<b>JUMLAH</b>	<b>40</b>	<b>100</b>

Sumber : data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 4.4 tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 40 perusahaan yang mempunyai EPS 0 dan negatif sebanyak 10 perusahaan dan 30 perusahaan mempunyai EPS positif. Tujuan *right issue* adalah untuk memperbaiki struktur keuangan perusahaan, sehingga nantinya akan meningkatkan keuntungan dan kemudian akan meningkatkan EPS-nya. Hal ini selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 2.

#### 4.2 Deskripsi Statistik

Uji statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi dari masing-masing variabel.

Analisis statistik deskripsi untuk variabel *return* saham yang dilihat dari *abnormal return* yaitu *average abnormal return (AAR)* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik untuk kelompok *good news* maupun *bad news*. Sedangkan variabel likuiditas saham diukur dengan menggunakan

parameter aktivitas volume perdagangan saham (*TVA*) sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik untuk *good news* maupun *bad news*. Selengkapnya disajikan dalam tabel 4.5.

Variabel *right issue* tidak diikutsertakan dalam perhitungan statistik deskripsi karena variabel *right issue* merupakan kegiatan penawaran umum terbatas yang dipublikasikan oleh emiten atau perusahaan publik, yaitu tanggal pengumuman *right issue* yang dikeluarkan. Jadi tidaklah tepat menghitung nilai rata-rata dan standar deviasi dari variabel *right issue*.

**Tabel 4.5**  
**Deskriptif Statistik**

	Variabel	N	Min	Max	Mean	St. Dev
<i>Good news</i>	AARSblm	21	-0,0183	0,1157	0,0139	0,0296
	AARSsdh	21	-0,0257	0,0582	0,0116	0,0246
<i>Bad news</i>	AARSblm	19	-0,5424	0,0961	-0,0223	0,1303
	AARSsdh	19	-0,5679	0,1588	-0,0271	0,1393
<i>Good news</i>	ATVASblm	21	0,0000	0,0050	0,0009	0,0012
	ATVASsdh	21	0,0000	0,0304	0,0035	0,0071
<i>Bad news</i>	ATVASblm	19	0,0000	0,0076	0,0011	0,0018
	ATVASsdh	19	0,0001	0,0230	0,0033	0,0055

Sumber : data sekunder, diolah

Tabel 4.5 di atas memperlihatkan deskripsi statistik (jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi) dari rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik untuk *good news* dan *bad news*. Tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman adalah sebesar 0,0139 dan 0,0116 untuk *good news* sedangkan untuk *bad news* sebelum pengumuman sebesar -0,0223 dan sesudah pengumuman sebesar -0,0271. Sedangkan untuk nilai rata-rata *TVA* sebelum dan sesudah pengumuman *right*

*issue* sebesar 0,0009 dan 0,0035 untuk *good news* dan *bad news* 0,0011 sebelum dan 0,0033 sesudah pengumuman *right issue*.

Nilai standar deviasi untuk menunjukkan seberapa jauh nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan. Adapun standar deviasi rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman sebesar 0,0296 dan 0,0246 untuk *good news*; dan untuk *bad news* 0,1303 sebelum dan 0,1393 sesudah pengumuman *right issue*. Sedangkan standar deviasi untuk *TVA* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* sebesar 0,0012 dan 0,0071 untuk *good news* serta 0,0018 sebelum dan 0,0055 sesudah pengumuman *right issue* untuk *bad news*. Adapun jumlah sampel, nilai minimum dan nilai maksimum baik dari *abnormal return* dan *TVA* dengan kategori *good news* dan *bad news* selengkapnya dapat dilihat pada tabel 4.5 deskriptif statistik.

#### **4.3 Hasil Analisis Data**

Langkah-langkah yang dilakukan dalam analisis data adalah perhitungan *return* saham aktual individual (*actual return*) harian dan *return* pasar (*market return*) harian selama *estimation period* yaitu selama 100 hari. Hasil dari perhitungan *return* saham individual harian dan *return* pasar harian selama *estimation period* terdapat pada lampiran 3 dan 4, diklasifikasikan dalam kategori *good news* (*actual return* positif) dan *bad news* (*actual return* nol dan negatif).

Setelah *return* saham harian dan *return* pasar harian diketahui, maka *return* saham dan *return* pasar diregresikan untuk mendapatkan  $\alpha$  dan  $\beta$  masing-masing emiten. Hasil perhitungan regresi  $\alpha$  dan  $\beta$  tersebut selengkapnya tercantum pada lampiran 3 dan 4. Dari hasil perhitungan  $\alpha$  dan  $\beta$  selama *estimation period*, maka

dapat dihitung *expected return* dan *abnormal return* selama *event period* atau selama 11 hari pengamatan. Setelah *abnormal return* harian diperoleh maka selanjutnya dicari rata-rata *abnormal return* harian. Hasil perhitungan *return* aktual saham harian, *return* pasar harian, *expected return*, *abnormal return* dan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* dalam kategori *good news* dan *bad news* dapat dilihat pada lampiran 3 dan 4.

Perhitungan volume aktivitas perdagangan saham dilakukan dengan membagi jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah volume saham yang diterbitkan. Hasil perhitungan volume aktivitas saham juga dibagi dalam dua kategori, yaitu *good news* dan *bad news*, selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 5 dan 6.

#### 4.3.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas telah dilakukan dalam penelitian ini sebelum data dianalisis dengan menggunakan *One Sample Kolmogorv-Smirnov Test* untuk rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman berdasarkan *return* ekspektasi yaitu *market model* dan rata-rata *TVA* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Dasar pengambilan keputusan uji *Kolmogorv-Smirnov* bahwa hipotesis null ( $H_0$ ) ditolak jika probabilitasnya  $< 0,05$  atau  $Kolmogrov-Smirnov_{hitung} > Kolmogrov-Smirnov_{tabel}$ , maka distribusi data tidak mengikuti distribusi normal. Sebaliknya hipotesis null ( $H_0$ ) tidak dapat ditolak jika probabilitasnya  $> 0,05$  atau  $Kolmogrov-Smirnov_{hitung} < Kolmogrov-Smirnov_{tabel}$ , yang berarti distribusi data mengikuti distribusi normal (Singih Santoso, 2000).

#### 4.3.1.1 Uji Normalitas Data *Abnormal Return*

Uji normalitas yang dilakukan dengan menggunakan *Kolmogrov-Smirnov test* untuk rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*, baik untuk *good news* dan *bad news* dapat dilihat pada tabel 4.6 dan 4.7 dan dijelaskan pada uraian dibawahnya.

**Tabel 4.6**  
**Uji Normalitas Data *Cumulative Average Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue* (*good news*)**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Rata-rata ARit Sebelum	Rata-rata ARit Sesudah
N		21	21
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0139000	,0115810
	Std. Deviation	,02960750	,02460542
Most Extreme Differences	Absolute	,225	,215
	Positive	,225	,215
	Negative	-,160	-,129
Kolmogorov-Smirnov Z		1,032	,987
Asymp. Sig. (2-tailed)		,237	,284

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

**Tabel 4.7**  
**Uji Normalitas Data *Cumulative Average Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue* (*bad news*)**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Rata-rata ARit Sebelum	Rata-rata ARit Sesudah
N		19	19
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	-,0211263	-,0009053
	Std. Deviation	,07745103	,04062761
Most Extreme Differences	Absolute	,393	,251
	Positive	,265	,202
	Negative	-,393	-,251
Kolmogorov-Smirnov Z		1,012	1,095
Asymp. Sig. (2-tailed)		,170	,181

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Tabel 4.6 dan 4.7 menunjukkan bahwa rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* adalah data yang mengikuti distribusi normal dengan nilai probabilitas  $0,237 > 0,05$  dan  $0,284 > 0,05$  untuk *good news*, maka  $H_0$  tidak dapat ditolak. Begitu pula dengan rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* kategori *bad news* nilai probabilitasnya sebesar 0,170 dan 0,181 jauh di atas nilai signifikansi 0,05. Jadi dapat disimpulkan bahwa data rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* baik untuk *good news* maupun *bad news* mempunyai distribusi normal.

#### 4.3.1.2 Uji Normalitas Data *Trading Volume Activity*

Selanjutnya uji normalitas yang dilakukan dengan menggunakan *Kolmogrov-Smirnov test* untuk aktivitas volume perdagangan (*TVA*) di sekitar pengumuman *right issue* dapat dilihat pada tabel 4.8 dan 4.9 sebagai berikut :

**Tabel 4.8**  
**Uji Normalitas Data *Cumulative Average Trading Volume Activity* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue* (*good news*)**

#### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Rata-rata TVA Sebelum	Rata-rata TVA Sesudah
N		21	21
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0008667	,0035429
	Std. Deviation	,00117402	,00711938
Most Extreme Differences	Absolute	,298	,323
	Positive	,298	,323
	Negative	-,230	-,309
Kolmogorov-Smirnov Z		1,167	1,048
Asymp. Sig. (2-tailed)		,148	,173

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

**Tabel 4.9**  
**Uji Normalitas Data *Cumulative Average Trading Volume Activity* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue (bad news)***

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Rata-rata TVA Sebelum	Rata-rata TVA Sesudah
N		19	19
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0011211	,0032526
	Std. Deviation	,00179987	,00552865
Most Extreme Differences	Absolute	,267	,284
	Positive	,264	,264
	Negative	-,267	-,284
Kolmogorov-Smirnov Z		1,162	1,239
Asymp. Sig. (2-tailed)		,134	,093

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Tabel 4.8 dan 4.9 menunjukkan bahwa rata-rata akumulasi TVA sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* untuk kategori *good* dan *bad news* merupakan data yang terdistribusi normal, berdasarkan nilai probabilitas TVA (*good news*) sebelum pengumuman menunjukkan  $0,148 > 0,05$  dan TVA (*good news*) sesudah pengumuman sebesar  $0,173 > 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak. Hal itu tidak berbeda dengan hasil pengujian normalitas data pada TVA (*bad news*) yang juga terdistribusi normal, yaitu  $0,134 > 0,05$  dan  $0,093 > 0,05$ . Jadi dapat disimpulkan bahwa aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*, baik untuk *good news* maupun *bad news* terdistribusi normal.

#### 4.3.2 Uji Hipotesis

Sehubungan dengan hasil uji normalitas rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* menunjukkan bahwa data

berdistribusi normal, baik untuk *good news* dan *bad news* sehingga selanjutnya dalam pengujian hipotesis menggunakan uji statistik parametrik yang khusus digunakan untuk dua sampel yang berhubungan (berpasangan), yakni *Paired Sample T test*. Dalam penelitian ini *Paired Sample T test* digunakan untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan secara signifikan antara *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* (hipotesis 1).

Pada uji normalitas data untuk rata-rata akumulasi aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* untuk kategori *good news* maupun *bad news* menunjukkan bahwa data TVA juga berdistribusi normal, sehingga untuk menguji hipotesis 2 digunakan uji statistik parametrik yaitu *Paired Sample T test*. Dalam penelitian ini *Paired Sample T test* digunakan untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan secara signifikan antara volume aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* (hipotesis 2). Pengujian dilakukan dengan angka signifikansi yaitu alpha sebesar 5% ( $\alpha = 0,05$ ).

#### 4.3.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama penelitian ini menyatakan bahwa " *Abnormal return* saham pada tanggal sebelum pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan terhadap *abnormal return* sesudah pengumuman *right issue*". Untuk menguji hipotesis ini, data yang digunakan adalah rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* (*good news* dan *bad news*). Perhitungan rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum pengumuman diperoleh dari penjumlahan *abnormal return* sebelum pengumuman (-5) hingga (-1) dibagi N dan sesudah pengumuman dari (+1) hingga (+5). Sedangkan perhitungan

*abnormal return* menggunakan metode *market model*. Uji hipotesis 1 lebih lanjut dapat dilihat pada lampiran 3 untuk data *good news* dan lampiran 4 untuk data *bad news*. Adapun hasil akhir dari uji hipotesis *t test* untuk rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* untuk *good news* dan *bad news* dapat dilihat pada tabel 4.10 dan 4.11 berikut ini.

**Tabel 4.10**  
**Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue* (*good news*)**

Paired Samples Test

		Pair 1
		Rata-rata ARit Sebelum - Rata-rata ARit Sesudah
Paired Differences	Mean	,0023190
	Std. Deviation	,04632704
	Std. Error Mean	,01010939
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower Upper
		-,0187688 ,0234069
	t	,229
	df	20
	Sig. (2-tailed)	,821

**Tabel 4.11**  
**Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue* (*bad news*)**

Paired Samples Test

		Pair 1
		Rata-rata ARit Sebelum - Rata-rata ARit Sesudah
Paired Differences	Mean	,0048474
	Std. Deviation	,05151163
	Std. Error Mean	,01181758
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower Upper
		-,0199804 ,0296752
	t	,410
	df	18
	Sig. (2-tailed)	,687

Berdasarkan tabel 4.10 dan 4.11, hasil uji signifikansi dari *Paired Sample T test* untuk rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah

pengumuman *right issue*, baik *good news* maupun *bad news* menunjukkan bahwa  $H_0$  tidak dapat ditolak, dengan melihat angka probabilitasnya  $> \alpha 0,05$ , yaitu sebesar  $0,821 > 0,05$  (*good news*) dan  $0,687 > 0,05$  (*bad news*), maka  $H_0$  tidak dapat ditolak atau tidak mampu menerima  $H_a$ . Dengan demikian hasil uji hipotesis 1 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* sebelum dengan *abnormal return* sesudah pengumuman *right issue*.

Dengan demikian secara keseluruhan uji hipotesis 1 dengan menggunakan *market model* menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal yang dilihat dari *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini berarti investor telah lebih dahulu mengantisipasi adanya informasi baru yang dipublikasikan ke pasar, sehingga tidak mengubah preferensi investor terhadap keputusan investasinya. Jadi informasi *right issue* tidak memiliki *content* yang berarti, sehingga preferensi investor terhadap informasi tersebut tetap.

Hasil analisis statistik dalam penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Arif Budiarto (1999), yang membuktikan bahwa *abnormal return* mulai dari hari sebelum pengumuman (-5 sampai -1) sampai hari sesudah pengumuman (+1 sampai +5) *right issue* secara statistik tidak berbeda secara signifikan.

#### **4.3.2.2 Pengujian Hipotesis Kedua**

Hipotesis kedua penelitian ini menyatakan bahwa "Volume aktivitas perdagangan saham pada tanggal sebelum pengumuman *right issue* berbeda

secara signifikan terhadap volume aktivitas perdagangan saham sesudah pengumuman *right issue*". Untuk menguji hipotesis ini yang digunakan adalah uji parametrik yaitu uji *Paired Sample T test*, untuk aktivitas volume perdagangan saham diperoleh dari jumlah volume saham yang diperdagangkan dibagi dengan jumlah saham yang beredar masing-masing perusahaan dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity (TVA)*. Uji hipotesis 2 lebih lanjut dapat dilihat pada tabel 4.12 dan 4.13 berikut ini :

**Tabel 4.12**  
**Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi TVA Sebelum dan Sesudah**  
**Pengumuman *Right Issue (good news)***

Paired Samples Test

		Pair 1
		Rata-rata TVA Sebelum - Rata-rata TVA Sesudah
Paired Differences	Mean	-,0026762
	Std. Deviation	,00623746
	Std. Error Mean	,00136113
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower Upper
		-,0055154 ,0001631
	t	-1,966
	df	20
	Sig. (2-tailed)	,063

**Tabel 4.13**  
**Hasil Uji Statistik Rata-Rata Akumulasi TVA Sebelum dan Sesudah**  
**Pengumuman *Right Issue (bad news)***

Paired Samples Test

		Pair 1
		Rata-rata TVA Sebelum - Rata-rata TVA Sesudah
Paired Differences	Mean	-,0021316
	Std. Deviation	,00389930
	Std. Error Mean	,00089456
	95% Confidence Interval of the Difference	Lower Upper
		-,0040110 -,0002522
	t	-2,383
	df	18
	Sig. (2-tailed)	,028

Berdasarkan pada tabel 4.12 dan 4.13, hasil uji hipotesis 2 untuk rata-rata akumulasi aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* untuk kategori *good news* berbeda dengan hasil uji statistik pada rata-rata akumulasi aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* untuk kategori *bad news*. Pada TVA *good news* diketahui bahwa hasil uji hipotesis 2 menunjukkan  $H_0$  tidak dapat ditolak dengan melihat angka probabilitasnya  $> \alpha 0,05$  yaitu sebesar  $0,063 > 0,05$ . Sedangkan untuk TVA *bad news* sebaliknya menolak  $H_0$  dengan melihat angka probabilitasnya  $< \alpha 0,05$  yaitu sebesar  $0,028 < 0,05$ . Dengan demikian hasil uji hipotesis 2 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum pengumuman *right issue* dengan sesudah pengumuman *right issue* untuk kategori *good news* tetapi untuk kategori *bad news* justru terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum pengumuman *right issue* dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Berdasarkan hasil analisis statistik ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman *right issue* untuk *good news*. Hal ini memunculkan dugaan bahwa informasi *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi berarti yang dapat menyebabkan terjadinya perubahan preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Hasil empiris ini tercermin dengan tidak adanya perbedaan dalam aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman *right issue*, sehingga hasil penelitian ini tidak

mendukung teori sinyal yang melandasinya. Hasil analisis tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Arif Budiarto (1999), yang membuktikan bahwa perubahan aktivitas volume perdagangan saham mulai dari hari sebelum pengumuman (-5 sampai -1) sampai hari sesudah pengumuman (+1 sampai +5) *right issue* secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan, walaupun secara rata-rata nilai *TVA* meningkat pada hari pengumuman dan sesudahnya dibandingkan dengan hari sebelum pengumuman *right issue*.

Adapun untuk *bad news* terjadi perbedaan yang cukup berarti atau signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini memunculkan dugaan bahwa informasi *right issue* mempunyai kandungan informasi berarti yang dapat menyebabkan terjadinya perubahan preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Hasil empiris ini tercermin dengan adanya perbedaan dalam aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman *right issue*, sehingga hasil penelitian ini mendukung teori sinyal yang melandasinya.

#### **4.4 Pembahasan Hasil Penelitian**

##### **4.4.1 Perilaku Rata-rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue***

Uji bentuk setengah kuat (*semi strong*) dapat dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Untuk mengetahui apakah pasar modal di BEJ dikatakan efisien atau tidak dalam bentuk pasar setengah kuat dapat dilihat dari *abnormal return* saham-sahamnya.

Hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* selama lima hari sebelum, pada saat dan lima hari sesudah hari pengumuman *right issue* untuk sampel perusahaan *good news* selengkapnya disajikan pada tabel 4.14 di bawah ini.

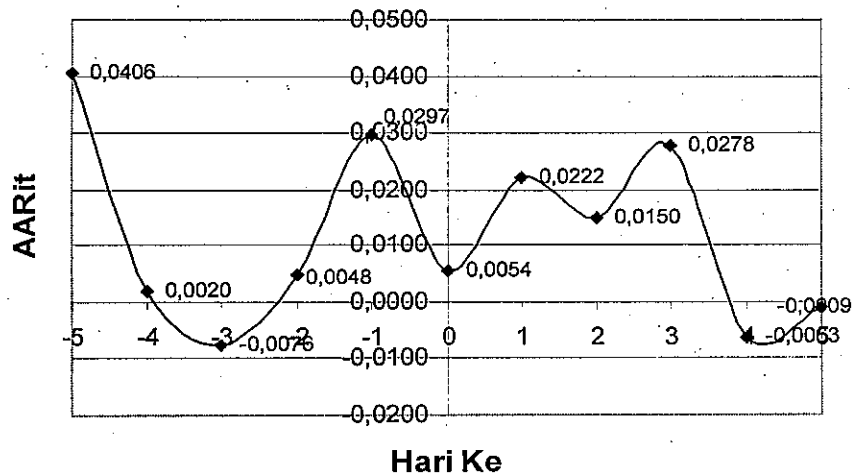
**Tabel 4.14**  
**Rata-Rata *Abnormal Return* (*good news*)**

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
H-5	21	,0405476	,12500205	,02727768
H-4	21	,0020333	,08222960	,01794397
H-3	21	-,0075857	,07922783	,01728893
H-2	21	,0047952	,04551411	,00993199
H-1	21	,0296857	,09125471	,01991341
H0	21	,0054000	,04017576	,00876707
H+1	21	,0221571	,06028835	,01315600
H+2	21	,0149905	,07138010	,01557642
H+3	21	,0278524	,08232383	,01796453
H+4	21	-,0062762	,05636992	,01230093
H+5	21	-,0008667	,05656135	,01234270

Dari tabel 4.14 tampak bahwa rata-rata *abnormal return* saham mengalami penurunan cukup tajam sehari menjelang peristiwa pengumuman *right issue* ( $H_{t-1}$ ) yaitu dari titik 3% menuju titik 0,54% ( $H_{t=0}$ ) tetapi setelah pengumuman *right issue* terjadi kenaikan yang relatif tinggi hingga mencapai titik 2,22% ( $H_{t+1}$ ). Untuk lebih jelasnya pergerakan rata-rata *abnormal return* sebelum, saat dan sesudah pengumuman *right issue* dapat dilihat pada gambar 4.1 di halaman berikut.

**Gambar 4.1**  
**Pergerakan Rata-Rata *Abnormal Return* (good news)**



Bila dilihat dari gambar 4.1 dapat diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* harian sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* positif kecuali pada  $H_{t-3}$ ,  $H_{t+4}$ , dan  $H_{t+5}$ . Rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* positif sebesar 1,39% dan 1,16% dengan tingkat signifikansi sebesar  $0,821 > 0,05$  atau  $t_{hitung} 0,229 < 2,4231$  sehingga  $H_0$  tidak dapat ditolak. Perhitungan selengkapnya dapat dibaca pada lampiran 3.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Arif Budiarto (1999) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara *abnormal return* sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue*. Tetapi dalam penelitian Arif Budiarto (1999), *abnormal return* menurun mulai dari hari sebelum hingga hari sesudah pengumuman *right issue*, walaupun penurunan tersebut secara statistik tidak berbeda secara signifikan. Namun berbeda dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa *abnormal return* naik sehari sebelum pengumuman yaitu dari titik 0,48% menuju titik 3% dan

justru pada saat pengumuman mengalami penurunan relatif tajam untuk kemudian naik kembali sehari setelah peristiwa pengumuman *right issue*.

Meskipun perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah tidak signifikan tetapi temuan ini konsisten dengan hipotesis "*short selling*" yang menyatakan bahwa harga saham akan turun, yang disebabkan oleh banyaknya transaksi jual (*sell*) dibanding transaksi beli (*buy*). *Short selling* ini sering kali dilakukan oleh para spekulator untuk mendapatkan keuntungan dengan cara menjual dengan harga tinggi dan membeli kembali dengan harga yang lebih rendah dalam jangka waktu yang relatif pendek. Dugaan ini terkait dengan kemungkinan akibat adanya kebocoran informasi dari pihak manajemen atau pasar mengenai pengumuman *right issue* yang mengindikasikan bahwa informasi tentang pengumuman *right issue* telah diketahui publik sebelum diumumkan.

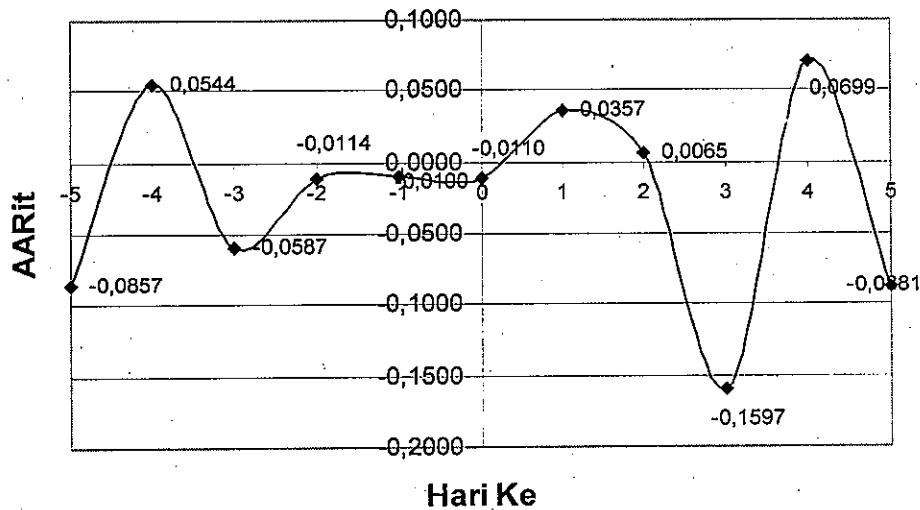
Tabel 4.15 dan gambar 4.2 di bawah ini menunjukkan rata-rata *abnormal return* lima hari sebelum, pada saat dan lima hari sesudah pengumuman *right issue* untuk kategori sampel *bad news*.

**Tabel 4.15**  
**Rata-Rata *Abnormal Return* (*bad news*)**

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
H-5	19	-,0857158	,28564753	,06553204
H-4	19	,0543526	,18002986	,04130168
H-3	19	-,0587421	,32171175	,07380574
H-2	19	-,0114421	,04191365	,00961565
H-1	19	-,0099789	,06905360	,01584198
H0	19	-,0109947	,02267013	,00520089
H+1	19	,0357211	,12782956	,02932611
H+2	19	,0064789	,07078940	,01624020
H+3	19	-,1597421	,61897850	,14200341
H+4	19	,0699263	,33421120	,07667331
H+5	19	-,0881105	,33521987	,07690471

**Gambar 4.2**  
**Pergerakan Rata-Rata *Abnormal Return* (*bad news*)**



Berbeda dengan rata-rata *abnormal return* untuk kelompok *good news* yang menunjukkan penurunan yang relatif tajam sehari menjelang pengumuman *right issue* maka yang terjadi pada kelompok *bad news* justru relatif datar meskipun rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman negatif yaitu -2,23% dan -2,71%. Adapun rata-rata *abnormal return* sehari menjelang pengumuman sebesar -1,1%, relatif sama pada saat peristiwa pengumuman *right issue* dan kemudian naik sehari sesudah pengumuman di titik 3,57%. Meskipun terjadi kenaikan setelah pengumuman *right issue* namun rata-rata *abnormal return* baik sebelum maupun sesudah negatif dengan  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $0,410 < 2,445$  dan tingkat signifikansi  $0,687 > 0,05$  yang berarti bahwa  $H_0$  tidak mampu ditolak (selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 4). Sehingga dapat dikatakan bahwa hasil uji hipotesis pertama untuk kelompok *bad news* juga menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Dengan demikian secara keseluruhan uji hipotesis pertama, baik *good news* maupun *bad news* menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal BEJ yang dilihat dari tingkat keuntungan (rata-rata *abnormal return* saham) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini berarti investor telah lebih dahulu mengantisipasi adanya informasi baru yang dipublikasikan ke pasar, sehingga tidak mengubah preferensi investor terhadap keputusan investasinya. Jadi informasi *right issue* tidak memiliki *content* yang berarti sehingga preferensi investor terhadap informasi tersebut tetap.

Hasil analisis statistik dalam penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Arif Budiarto (1999) yang membuktikan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* tidak berbeda secara signifikan.

#### **4.4.2 Perilaku Rata-rata TVA Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue***

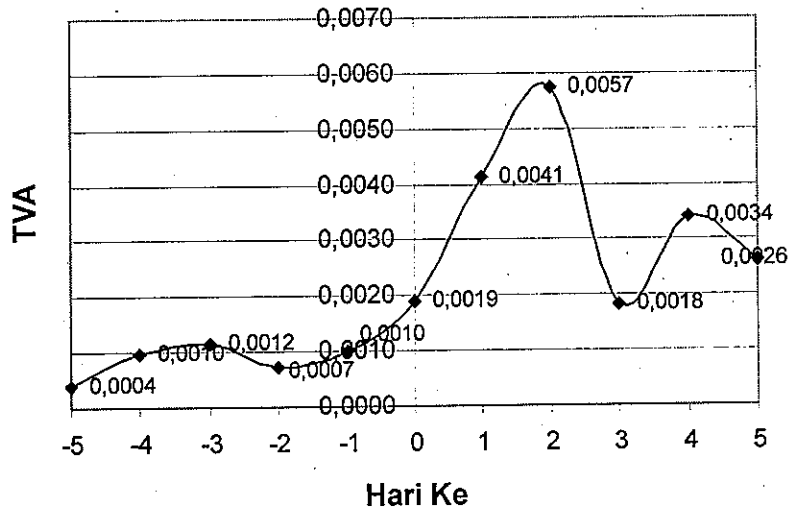
Untuk menguji apakah pengumuman *right issue* di BEJ mempunyai kandungan informasi yang berpengaruh terhadap perubahan perilaku volume perdagangan saham atau tingkat likuiditas saham di seputar tanggal pengumuman *right issue*, maka dilakukan dengan menggunakan ukuran aktivitas volume perdagangan saham (*Trading Volume Activity*). Tabel 4.16 dan gambar 4.3 di bawah ini menyajikan hasil rata-rata TVA untuk sampel *good news* selama lima hari sebelum, pada saat dan lima hari sesudah tanggal pengumuman *right issue*.

**Tabel 4.16**  
**Rata-Rata TVA (good news)**

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
H-5	21	,0003857	,00044078	,00009619
H-4	21	,0009619	,00233334	,00050918
H-3	21	,0011667	,00293519	,00064051
H-2	21	,0007190	,00140521	,00030664
H-1	21	,0009952	,00161910	,00035332
H0	21	,0019095	,00239351	,00052231
H+1	21	,0041238	,00779134	,00170021
H+2	21	,0057286	,01377843	,00300670
H+3	21	,0018190	,00505130	,00110228
H+4	21	,0033905	,00631006	,00137697
H+5	21	,0026048	,00816514	,00178178

**Gambar 4.3**  
**Pergerakan Rata-Rata TVA (good news)**



Dari tabel dan gambar di atas tampak bahwa nilai rata-rata TVA bernilai positif dan mencapai puncaknya pada  $H_{t+2}$  yakni sebesar 0,57%. Jadi selama sehari sebelum, pada tanggal hingga hari kedua sesudah tanggal pengumuman *right issue*, pergerakan rata-rata TVA menunjukkan kenaikan yang cukup tajam.

Meskipun terjadi kenaikan setelah pengumuman *right issue* namun rata-rata *abnormal return* baik sebelum maupun sesudah tidak signifikan dengan  $t_{hitung} > -t_{tabel}$  yaitu  $-1,966 < -2,4231$  dan tingkat signifikansi  $0,063 > 0,05$  yang berarti bahwa  $H_0$  tidak mampu ditolak (selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 5). Sehingga dapat dikatakan bahwa hasil uji hipotesis kedua untuk kelompok *good news* menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *TVA* sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Hasil temuan dalam penelitian ini berbeda dengan hasil temuan penelitian yang dilakukan oleh Sheehan dkk. (1997) yang mendokumentasikan bahwa aktivitas volume perdagangan saham meningkat secara signifikan pada hari pengumuman dibandingkan dengan hari sebelum pengumuman, sedangkan temuan dalam penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada perubahan aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman walaupun secara rata-rata nilai *TVA* meningkat pada hari pengumuman dan hari sesudahnya dibandingkan dengan hari sebelum pengumuman *right issue* tetapi secara statistik tidak signifikan.

Temuan penelitian ini memunculkan dugaan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perubahan dalam preferensi investor. Hasil analisis ini memperkuat dugaan bahwa kemungkinan informasi pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang cukup untuk dapat mempengaruhi preferensi investor dalam pembuatan keputusan investasinya. Hal ini mungkin disebabkan karena pasar secara keseluruhan mengabaikan informasi *right issue* yang akan dipublikasikan

atau kemungkinan kenaikan volume perdagangan hanya merupakan penyesuaian akibat adanya penambahan saham baru di bursa. Hal ini tercermin dengan tidak adanya perbedaan dalam aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman *right issue*, sehingga temuan dalam penelitian ini juga tidak mendukung teori yang melandasinya.

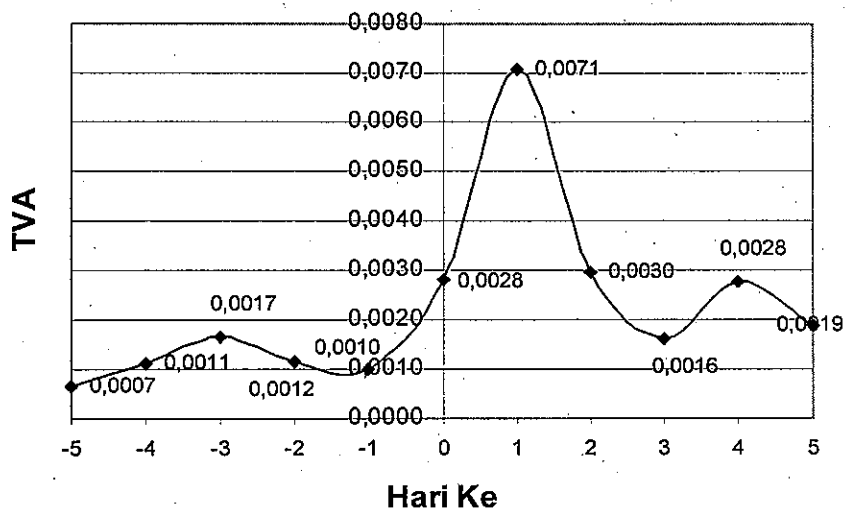
Tabel 4.17 dan gambar 4.4 di bawah ini menunjukkan perilaku rata-rata TVA saham *bad news* untuk periode pengamatan lima hari sebelum, pada saat dan sesudah hari pengumuman *right issue*.

**Tabel 4.17**  
**Rata-Rata TVA (*bad news*)**

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
H-5	19	,0006579	,00091610	,00021017
H-4	19	,0011211	,00229070	,00052552
H-3	19	,0016579	,00271709	,00062334
H-2	19	,0011579	,00228286	,00052372
H-1	19	,0009947	,00129849	,00029789
H0	19	,0027789	,00356972	,00081895
H+1	19	,0070684	,01582410	,00363030
H+2	19	,0029789	,00489383	,00112272
H+3	19	,0016000	,00324979	,00074555
H+4	19	,0027579	,00411937	,00094505
H+5	19	,0018947	,00343373	,00078775

**Gambar 4.4**  
**Pergerakan Rata-Rata TVA (*bad news*)**



Tabel 4.17 dan gambar 4.4 memperlihatkan bahwa hasil temuan penelitian pada rata-rata TVA saham *bad news* berbeda dengan rata-rata TVA saham *good news*. Berdasarkan gambar di atas menunjukkan bahwa perdagangan saham cenderung meningkat sehari menjelang pengumuman *right issue* dan mencapai puncaknya pada  $H_{t+1}$  pada titik 0,71%. Adapun dari hasil uji t dua sisi dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  untuk uji beda rata-rata TVA sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue* menunjukkan  $t_{tabel}$  sebesar  $-2,445$  dan  $t_{hitung}$  sebesar  $-2,383$ . Dari hasil tersebut maka  $t_{hitung} > t_{tabel}$  ( $-2,383 > -2,445$ ) atau dengan tingkat signifikansi  $0,028 < 0,05$ , yang berarti menolak  $H_0$  (perhitungan selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 6). Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara rata-rata TVA sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue* pada sampel *bad news*.

Berdasarkan analisis di atas muncul dugaan bahwa hal itu terjadi akibat dari investor sudah merespon adanya pengumuman *right issue* sebelumnya dengan melakukan aktivitas perdagangan saham sehingga akan menambah jumlah volume

perdagangan saham di pasar modal. Peningkatan yang terjadi sebelum tanggal pengumuman *right issue* mengindikasikan bahwa investor sudah mengetahui adanya pengumuman *right issue* sebelum dipublikasikan dan segera mengantisipasi peristiwa tersebut guna mengoptimalkan keuntungannya. Jadi pengumuman *right issue* mempunyai cukup kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perbedaan preferensi investor yang tercermin dalam perubahan aktivitas volume perdagangan saham antara sebelum dengan sesudah pengumuman.

Sebagaimana disebutkan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998) bahwa peningkatan volume perdagangan saham dapat mempunyai arti ganda. Apabila volume perdagangan meningkat akibat peningkatan permintaan (*demand*), maka dapat diartikan bahwa peristiwa pengumuman *right issue* adalah peristiwa yang “positif” (*good news*) di mata para pelaku pasar modal. Sebaliknya, jika peningkatan volume perdagangan ini lebih banyak dipicu oleh peningkatan penjualan (*supply*) saham, maka dapat disimpulkan bahwa pelaku pasar mengartikan peristiwa tersebut sebagai peristiwa yang *unfavorable* (*bad news*) dan dianggap sebagai sinyal “negatif” bagi prospek investasi di Indonesia.

Hasil pengujian hipotesis kedua untuk sampel *bad news* ini mendukung penelitian Suryawijaya dan Setiawan (1998), yang menyebutkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dengan sesudah peristiwa dan hal ini juga menunjukkan adanya kekhawatiran investor akibat adanya sinyal negatif sehingga memicu para investor untuk melakukan transaksi (penjualan) untuk mengamankan investasinya pasca peristiwa pengumuman *right issue*, yang tercermin pada tingginya rata-rata aktivitas perdagangan saham di BEJ setelah pengumuman *right issue*.

## BAB V

### PENUTUP

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji apakah pengumuman *right issue* akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal yang dilihat dari *abnormal return* saham dan aktivitas volume perdagangan saham. Tujuan lain dari penelitian ini adalah untuk melihat apakah pengumuman *right issue* yang dipublikasikan memiliki kandungan informasi.

Berdasarkan analisis yang dilakukan terhadap hipotesis yang dirumuskan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

- a. Hasil penelitian dari hipotesis satu menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara akumulasi *abnormal return* sebelum pengumuman *right issue* dengan sesudah pengumuman *right issue*, baik untuk sampel *good news* maupun *bad news*. Dengan demikian secara keseluruhan uji hipotesis satu dengan menggunakan *market model* menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal yang dilihat dari tingkat keuntungan (rata-rata *abnormal return* saham) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.
- b. Hasil penelitian pada uji hipotesis dua menunjukkan hasil analisis statistik ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah

pengumuman *right issue* untuk sampel *good news*. Hal ini memunculkan dugaan bahwa kemungkinan informasi *right issue* sudah diketahui sebelum *right issue* dipublikasikan yang menyebabkan tidak terjadinya perubahan preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Meskipun tidak ada perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*, namun terjadi peningkatan volume perdagangan saham yang cukup tinggi. Hal itu dapat diakibatkan oleh penyesuaian volume saham karena adanya penambahan saham-saham baru, jadi bukan karena ada kandungan informasi pada pengumuman *right issue*.

- c. Sedangkan hasil penelitian pada uji hipotesis dua untuk kategori sampel *bad news* menunjukkan hasil analisis statistik yang berbeda, yakni ditemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* untuk kategori *bad news* mempunyai kandungan informasi yang cukup berarti sehingga mampu mengubah preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Hal ini terlihat pada rata-rata *abnormal return* saham yang berbeda signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

## 5.2 Implikasi Kebijakan

Penelitian ini memberikan implementasi manajerial yang memungkinkan para investor untuk memperhatikan pengaruh dari pengumuman *right issue* dan

investor perlu menyadari bahwa aktivitas perdagangan di pasar modal telah dilakukan dengan mendasarkan pada informasi yang dipublikasikan. Di samping itu investor juga perlu menyadari adanya kebocoran informasi (*inside information*) dari pihak manajemen mengenai pengumuman *right issue* sehingga investor mampu memanfaatkan momen tersebut untuk mendapatkan keuntungan (*abnormal return*).

Informasi (pengumuman *right issue*) yang dipublikasikan oleh BEJ kepada masyarakat hendaknya dilakukan dengan lebih transparan dan cepat. Hal ini dimaksudkan agar masyarakat pelaku pasar modal seperti investor, pialang dan analis sekuritas lebih mampu dan cepat menyesuaikan atau mengantisipasi informasi tersebut dalam bertransaksi di pasar modal, sehingga investor (publik) mampu memanfaatkan momentum tersebut untuk mendapatkan keuntungan dalam pengambilan keputusan investasi yang terkait dengan pengumuman *right issue*. Informasi tersebut pada akhirnya akan tercermin pada perubahan *abnormal return* saham dan volume perdagangan saham.

Di sisi lain, bagi investor sebelum menanamkan saham pada saat *right issue* sebaiknya melihat dengan seksama dan mempelajari terlebih dahulu kondisi perusahaan yang bersangkutan, khususnya mengenai penggunaan dana *right issue*, apakah investasi tersebut akan digunakan secara menguntungkan atau sebaliknya. Dan untuk Bapepam, sebaiknya mengadakan rambu-rambu atau beberapa persyaratan bagi emiten yang akan melakukan *right issue*, misalnya kinerja saham emiten tersebut harus cukup baik dan likuiditas sahamnya di bursa juga cukup tinggi sehingga tindakan merugikan investor dapat dicegah. Hal ini dilakukan

karena penerbitan saham *right issue* cenderung menguntungkan emiten dan di lain pihak merugikan investor. Selain itu, Bapepam juga harus waspada terhadap kemungkinan bahwa melalui emisi *right*, kepemilikan masyarakat investor dapat diperkecil.

### 5.3 Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini kemungkinan tidak luput dari keterbatasan yang perlu ditelaah atau dipertimbangkan lebih lanjut agar penelitian sejenis lebih sempurna, antara lain :

- a. Penelitian ini menggunakan beberapa tahun tertentu, sehingga hasil penelitian kemungkinan belum dapat digeneralisasi pada data perusahaan yang melakukan *right issue* pada tahun pengamatan yang lain. Oleh karena itu, pada penelitian selanjutnya mungkin dapat menggunakan tahun pengamatan yang lebih panjang untuk menguji konsistensi perubahan harga saham (*abnormal return* saham) dan aktivitas volume perdagangan saham yang terjadi.
- b. Penelitian ini hanya menggunakan dua variabel yaitu *abnormal return* dan likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan volume perdagangan atau aktivitas volume perdagangan (*TVA*).
- c. Penelitian ini hanya menggunakan 40 sampel selama empat tahun, yaitu periode tahun 1999 sampai dengan tahun 2002, yang terdiri dari 21 sampel kategori *good news* dan 19 sampel kategori *bad news* dimana di dalam pengumpulan sampel akhir banyak yang tidak digunakan disebabkan data tidak lengkap. Beberapa perusahaan melakukan *right issue* disertai dengan

penerbitan *warrant*/saham bonus dan ada perusahaan sudah terlikuidasi sehingga tidak dapat dimasukkan dalam sampel akhir .

- d. Penelitian ini hanya menggunakan satu model estimasi yaitu *market model* untuk menghitung *return* ekspektasi dalam perhitungan *abnormal return*. Pada penghitungan likuiditas saham, penelitian ini hanya menggunakan indikator *Trading Volume Activity (TVA)*, yang dimungkinkan masih kurang akurat dalam menentukan likuiditas saham di BEJ.
- e. Pada kesimpulan di atas ada kemungkinan bahwa hasil penelitian yang tidak signifikan diakibatkan dari pengumuman *right issue* sudah diketahui oleh publik sebelum diumumkan sehingga sinyal terhadap pengumuman *right issue* sudah berkurang. Hal ini dapat terjadi karena adanya pengumuman *right issue* sudah dapat diketahui pada RUPS perusahaan yang bersangkutan, sebab pengumuman *right issue* itu sendiri sudah dimasukkan sebagai salah satu agenda perusahaan

#### 5.4 Saran

Berdasarkan pada kesimpulan dan keterbatasan yang ada, terdapat beberapa saran agar penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan *right issue* lebih sempurna, yaitu:

- a. Untuk meningkatkan *external validity* penelitian, maka disarankan sebaiknya penelitian di masa mendatang menambah jumlah sampel dengan memperpanjang periode pengamatan sehingga pada hasil penelitian selanjutnya diharapkan lebih akurat karena mampu mencakup keseluruhan data yang ada.

- b. Perlu mempertimbangkan variabel lain selain harga saham (*abnormal return* saham) dan volume perdagangan saham (*TVA*), antara lain : *bid-ask spreads*, rasio keuangan, *subspr* (diskon atas harga pemesanan saham baru), struktur modal dan juga aspek nonekonomi serta politik yang dapat mempengaruhi preferensi investor dalam pengambilan keputusan manajerial.
- c. Mempertimbangkan pemisahan sektor perusahaan dan *size* perusahaan, sehingga dengan adanya pemisahan *sector* dan *size* kemungkinan dapat memberikan sinyal positif kepada investor dengan adanya pengumuman *right issue* tersebut.
- d. Menggunakan beberapa modal estimasi lain. Penelitian ini hanya menggunakan satu model dalam membuat estimasi *return* yaitu *market model*. Menurut Brown dan Warner (1985) terdapat berbagai model estimasi *return* yang dapat digunakan yaitu : *mean-adjusted return*, *market model* dan *market-adjusted return*. Dalam penelitian ini, penggunaan *market model* menghasilkan temuan bahwa tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman *right issue*. Temuan ini membuat masalah pengumuman *right issue* menjadi lebih menarik jika penghitungan *abnormal return* saham dilakukan dengan juga mencoba menggunakan model lain. Diharapkan dengan penggunaan model lain dalam penghitungan *abnormal return* dapat menghasilkan hasil penelitian yang lebih baik (*robust*). Peningkatan kualitas penelitian juga dapat dilakukan melalui penggunaan metodologi yang lebih diperdalam, alat statistik yang digunakan serta analisisnya.

- e. Perlu mempertimbangkan hasil RUPS perusahaan serta prospektus right issue untuk mencegah terjadinya hasil penelitian yang bias akibat dari kebocoran informasi sehingga pengumuman right issue bukan merupakan informasi yang '*up to date*' bagi investor dalam pengambilan keputusan investasinya.

## DAFTAR REFERENSI

- Agus Solichin dan Imam Ghozali, 2003, "Analisis Dampak Pengumuman Right Issue Terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Ekonomi Perusahaan (JEP)**, Vol. 10, No. 1, Maret, p. 100 –114.
- Arif Budiarto dan Zaki Baridwan, 1999, "Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham Periode 1994 - 1996", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (JRAI)**, Vol.2, No.1, Januari, p. 91 – 116.
- Bandi dan Jogiyanto Hartono, 2000, "Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (JRAI)**, Vol.3, No.2, Juli, p. 203 – 213.
- Bayless, Mark dan Susan Chaplinsky, 1996, "Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?", **The Journal of Finance**, Vol. LI, No. 1, March, p. 253 – 278.
- Elton, E.J. dan M. Gruger, 1995, **Modern Portofolio Theory and Investment Analysis**, 5<sup>th</sup> Edition, John Willy and Sons. Toronto.
- Grossman, S.J., dan J.E. Stiglitz, 1980, "On The Impossibility of Informationally Efficient Markets", **American Economics Review**, Vol. 70, p. 393 – 408.
- Holthausen, R.W. dan R.E. Verrechia, 1990, "The Effect of Informedness and Consensus on Prices and Volume Behavior", **The Accounting Review**. No. 65, No. 1, January, p.191 – 208.
- I Made Sudana dan Hani Ariawati, 1999, "Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Likuiditas Saham Perusahaan di BEJ Periode 1992 – 1995", **Majalah Ekonomi**. Tahun IX, No. 1 April, p. 29 - 41
- Jogiyanto, H.M., 1999, "Bias Dari Penggunaan Model di MBAR", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia (JEB)**, Vol. 14, No. 1, p. 28 - 36
- Jogiyanto, H.M., 2000, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, Edisi 1, BPFE. Yogyakarta.
- Jones, Charles P., 1996, **Investment Analysis and Management**, Fifth Edition, John Willy & Sons Inc., p. 269.

- Keeley, Michael C., 1989, "The Stock Price Effects of Bank Holding Company Securitie Issuance", **Federal Reserve Bank of San Fransisco Economic Review (FSE)**, Winter, p. 3 – 19.
- Kothare, Meeta, 1997, " The Effects of Equity Issues on Ownership Structure and Stock Liquidity : Acomparison of Right and Public Offerings", **Journal of Financial Economics (JFE)**, Vol. 1, p. 131 – 148.
- Kothari, S.P. dan Wasley, Charles E., 1989, "Measuring Security Price Performance in Size-Clustered Samples"**The Accounting Review**, Vol. LXIV, No. 2, April, p. 228 - 249.
- Kritzman, M.P., 1994, "About Event Study. **Financial Analysis Journal**, November – December, p.17 – 20.
- Marwan A. Suryawijaya dan Faizal A. Setiawan, 1998, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study pada Peristiwa 27 Juli 1996)", **Jurnal Kelola Magister Manajemen Universitas Gajah Mada**, Vol. VII, No. 18, p. 137 – 153.
- Patterson, Cleveland S. dan Nancy D. Ursel, 1993, " Rights Issue and Perceived Growth Rate Dilution", **Journal of Business Finance & Accounting (JBFA)**, Vol. 20(1), January, p. 115 – 124.
- Peterson, P.Pamela, 1989, "Event Studies : A Review of Issues and Metodology Quarterly", **Journal of Business and Economic Summer**, Vol. 28, No. 3, p. 36 – 65.
- Prasetiono, 2000, "Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap *Abnormal Return* Saham di Bursa Efek Jakarta (Studi tentang Efisiensi Bursa Efek Jakarta tahun 1997)", **Media Ekonomi & Bisnis**, Vol. XII, No. 1, Juni, p. 75 - 88.
- Prima Yusi Sari dan Roy Sembel, 2001, "Analisis Pengaruh Right Issue Terhadap Return Saham Setelah Cum Date", **SNA IV**, p. 323 – 343.
- Prima Yusi Sari, 2002, "Right Issue dan Tingkat Keuntungan Saham Setelah Cum Date", **Jurnal Manajemen Indonesia (JMI)**, Vol. I, No. 1, p. 72 – 81.
- Puji Harto, 2001, "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Right Issue di Indonesia", **SNA IV**, p. 307 – 322.
- Robbert Ang, 1997, **The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market**. First Edition, Mediasoft Indonesia.

- Sant, Rajiv dan Ferris, Stephen P., 1994, "Seasoned Equity Offering : The Case of All-Equity Firm", **Journal of Business Finance and Accounting (JBFA)**, 21(3), April, p. 429 - 444.
- Sawidji Widodoatmojo, 1996, **Cara Sehat Investasi di Pasar Modal**, PT. Jurnalindo Aksara Grafika. Jakarta.
- Schweitzer, Robert, 1989, "How Do Stock Returns Reacts to Special Events", **Business Review**, July - August. P. 17 - 29.
- Sri Handaru, 1996, **Manajemen Portofolio dan Analisis Investasi**, Edisi 1, Andi Offset. Yogyakarta.
- Suad Husnan, Mamduh M., dan Amin Wibowo, 1996, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan", **Jurnal Kelola Magister Manajemen Universitas Gajah Mada**, Vol. V, No. 11, p. 110 - 125.
- Suad Husnan, 1998, **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas di Pasar Modal**, Edisi III, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Sugiyono, 1999, **Statistika untuk Penelitian**, Edisi 1, Alfa Beta. Bandung.
- Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, **Pasar Modal di Indonesia**, Edisi 1, Salemba Empat, Jakarta.
- Tsangarakis, Nickolaos V., 1996, "Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets : Evidence from Rights Offerings in Greece", **Financial Management**, Vol. 25, No. 3, Autumn, p. 21 - 32.