

332.6
MAR
2 9

**ANALISIS PERBEDAAN *BID-ASK SPREAD*
DAN *ABNORMAL RETURN* SAHAM SEPUTAR
PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE***

**(STUDI KASUS DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE AMATAN MULAI TAHUN 2001 SAMPAI 2003)**



Tesis

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada Program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Disusun oleh:

**Transiska Luis Marina
NIM C4A003081**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2005**



Sertifikat

Saya, Transiska Luis Marina, yang bertanda tangan dibawah 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.

Transiska Luis Marina
25 Februari 2005

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa
tesis berjudul:

**ANALISIS PERBEDAAN *BID-ASK SPREAD*
DAN *ABNORMAL RETURN* SAHAM SEPUTAR
PENGUMUMAN RIGHT ISSUE
(STUDI KASUS DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE AMATAN MULAI TAHUN 2001 SAMPAI 2003)**

yang disusun oleh Transiska Luis Marina, NIM C4A003081
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 25 Februari 2005
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama,



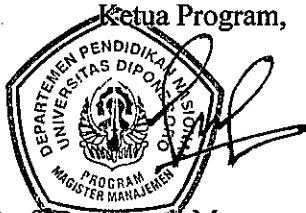
Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM

Pembimbing Anggota,



Drs. Mulyo Hendarto, MSP

Semarang,Februari 2005
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program,



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

MOTTO

“Bertaqwalah kepada Allah SWT di mana dan kapan pun engkau berada. Iringilah segera kejahatan dengan kebaikan, niscaya kebaikan itu menghapuskannya, dan pergaulilah sesama manusia dengan budi pekerti yang baik”

(Muhammad Saw, diriwayatkan oleh Tarmidzi)

“Rahasia dalam menuju kesuksesan adalah menjalani kehidupan tanpa harus kenal lelah untuk terus mencoba”

(Albert Sweitzer)

PERSEMBAHAN

Kupersembahkan karya ini untuk:

- Kedua orang tuaku terkasih, Papa H. Imam Isdarmawan, SPd.I dan Mama Hj. Agustin Lusin Dwimawati, SH, MM.
- Adik-adikku tersayang, Nurcahya Luis Eriawan dan Nugraha Luis Heriawan.
- Calon suamiku tercinta, Nindya Bayu Aprianto, ST

ABSTRACT

Empirically, the information of right issue announcement had resulted in the stock market to react negatively which is reflected in the decreasing of stock return, abnormal return and increasing spread around the announcement day. The objective of this research is to verify empirically that the behaviour of stock price differ around the issue day of right issue.

This paper examines 16 companies, which issue 20 right issue announcements because of double conducting right issue during observation in Jakarta Stock Exchange in 2001-2003. Market-adjusted model is used to estimate the abnormal return. The estimation of the abnormal return is the difference between the actual return dan expected return rates. This research also utilized bid-ask spread that is the difference between offer price and bid price. Both variables are tested by using t-test to analyse the difference of both variable around the issue day of right issue.

Overall, the result of this paper indicate that there are no significant difference among bid-ask spread, abnormal return around the announcement day except the significant difference among daily bid-ask spread of every company conducting the announcement during windows period. The results mostly do not advocate the previous research. This anomaly may be because of the problem of grouping of the companies and market responses to their corporate actions considered as good news or bad news so that different company from different sector produces different tendency of its price movement around the announcement. So that those factors must be considered by future research.

Key words: *right issue announcement, bid-ask spread, and abnormal return.*

ABSTRAK

Secara empiris, informasi tentang pengumuman *right issue* telah mengakibatkan bursa saham bereaksi secara negatif yang dicerminkan dengan menurunnya *return* saham, dan *abnormal return* serta terus meningkatnya *spread* di sekitar hari pengumuman. Sasaran riset ini adalah untuk memverifikasi secara empiris bahwa perilaku harga saham berbeda di sekitar tanggal pengumuman *right issue*.

Penelitian ini menguji 16 perusahaan yang memenuhi kriteria *purposive sampling* yang melakukan pengumuman *right issue* di Bursa Efek Jakarta, meski beberapa di antara mereka melakukan pengumuman lebih dari satu kali selama periode observasi pada tahun 2001-2003 sehingga diperoleh secara keseluruhan 20 pengumuman *right issue*. Model *market-adjusted* digunakan untuk menghitung variabel *abnormal return*. Perhitungan *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* dan *expected return*. Riset ini juga menggunakan variabel *bid-ask spread* yaitu selisih antara *offer* dan *bid price*. Kedua variabel diuji dengan menggunakan *t-test* untuk menganalisis perbedaan kedua variabel di seputar hari tanggal pengumuman *right issue*.

Secara keseluruhan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan di antara *bid-ask spread*, dan *abnormal return* di seputar hari pengumuman *right issue* kecuali perbedaan yang signifikan di antara *bid-ask spread* harian saham dari tiap perusahaan yang melaksanakan pengumuman *right issue* selama periode jendela. Hasil ini kebanyakan tidak mendukung riset yang terdahulunya. Anomali ini mungkin dikarenakan perihal tidak dikelompokkannya perusahaan berdasarkan sektor dan respon pasar terhadap aksi korporasi yang dilakukannya apakah itu dianggap berita baik atau berita buruk sehingga perusahaan yang berbeda dari sektor berbeda menghasilkan kecenderungan pergerakan harga saham di sekitar pengumuman *right issue* yang berbeda pula. Sehingga faktor-faktor ini harus diperhatikan oleh penelitian mendatang.

Kata-kata kunci: pengumuman *right issue*, *bid-ask spread*, dan *abnormal return*.

KATA PENGATAR

Puji syukur kepada Allah SWT, karena hanya atas ridho dan rahmat-Nya tesis ini dapat diselesaikan dengan baik. Segala bantuan telah banyak diberikan oleh berbagai pihak demi terselesaikannya penulisan tesis ini, sehingga penulis sangat memberikan penghargaan dan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo sebagai Ketua Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM selaku dosen pembimbing utama yang berkenan memberikan bimbingannya selama beberapa waktu sampai terselesaikannya penulisan tesis ini.
3. Bapak Drs. Mulyo Hendarto, MSP selaku dosen pembimbing anggota yang banyak memberikan dukungan, perhatian dan motivasi kepada penulis.
4. Para dosen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan banyak wawasan keilmuan kepada penulis.
5. Segenap staf dan karyawan Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan fasilitas-fasilitas yang diperlukan dan layanan yang baik kepada penulis dalam menyelesaikan studi.
6. Keluarga terkasih yang senantiasa memberikan dukungan moril dan materil kepada penulis baik dalam suka maupun duka.
7. Seseorang terkasih yang selalu setia memberikan bantuan, dorongan dan motivasi sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.
8. Rekan-rekan mahasiswa/wi Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang khususnya Angkatan XX Sore atas kerja samanya selama ini.

9. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu demi satu, yang turut memberikan bantuan dalam menyelesaikan tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, 25 Februari 2005

Penulis

DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Motto dan Persembahan	iv
<i>Abstract</i>	v
Abstrak	vi
Kata Pengantar	vii
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Gambar.....	xii
Daftar Singkatan.....	xiii
Daftar Lampiran	xiv
Daftar Rumus	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian	8
1.4 Kegunaan Penelitian	9
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	
2.1. Telaah Pustaka.....	10
2.1.1. <i>Event Study</i>	10
2.1.2. <i>Right Issue</i>	12
2.1.3. <i>Teori Spread</i>	18
2.1.4. <i>Abnormal Return</i> Saham.....	21
2.2. Penelitian Terdahulu.....	24
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	29
2.4. Perumusan Hipotesis	30
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Jenis dan Sumber Data	32
3.2. Populasi dan Sampling	32
3.3. Definisi Operasional Variabel	35
3.4. Metode Pengumpulan Data	36
3.5. Periode Pengamatan	36
3.6. Teknik Analisis	37
3.6.1. Analisis <i>Bid-Ask Spread</i>	38
3.6.2. Analisis <i>Abnormal Return</i>	39
3.7. Pengujian Hipotesis	41
3.7.1. Pengujian Hipotesis 1	41
3.7.2. Pengujian Hipotesis 2.....	42
3.7.3. Pengujian Hipotesis 3	45
3.7.4. Pengujian Hipotesis 4.....	44

BAB IV ANALISIS DATA	
4.1 Gambaran Umum Sampel.....	49
4.2 Statistik Deskriptif.....	51
4.3. Pengujian Hipotesis	53
4.3.1. Pengujian Hipotesis 1	53
4.3.2. Pengujian Hipotesis 2	55
4.3.3. Pengujian Hipotesis 3	58
4.3.4. Pengujian Hipotesis 4	62
BAB V KESIMPULAN, IMPLIKASI KEBIJAKAN, KETERBATASAN, DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan.....	68
5.2. Implikasi Kebijakan	71
5.3. Keterbatasan Penelitian	72
5.4. Saran-saran	73
Daftar Referensi	74
Lampiran	77

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
2.1. Ringkasan Beberapa Penelitian Terdahulu.....	28
3.1 Emiten-Emiten Yang Memenuhi Persyaratan Sebagai Sampel.....	34
3.2. Definisi Operasional Variabel	36
4.1 Emiten yang Melakukan <i>Right Issue</i> tahun 2001- 2003.....	50
4.2 Statistik Deskriptif.....	51
4.3 Hasil Uji Statistika <i>t-test</i> terhadap <i>Bid-Ask Spread</i> Harian Saham dari Tiap-Tiap Emiten yang Melakukan Pengumuman <i>Right Issue</i> di BEJ Selama <i>Windows Period</i>	54
4.4 Hasil Pengujian Statistik terhadap Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	55
4.5. Hasil Uji Statistika <i>t-test</i> terhadap <i>Abnormal Return</i> Harian Saham dari Tiap-Tiap Emiten yang Melakukan Pengumuman <i>Right Issue</i> di BEJ Selama <i>Windows Period</i>	60
4.6 Hasil Pengujian Statistik <i>Paired t-test</i> terhadap Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	63

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
4.1 Pergerakan Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i> 20 Emiten Sampel Selama <i>Windows Period</i> Pengumuman <i>Right Issue</i> Tahun 2001- 2003	56
4.2 Pergerakan Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> 20 Emiten Sampel Selama <i>Windows Period</i> Pengumuman <i>Right Issue</i> Tahun 2001- 2003	65

DAFTAR SINGKATAN

SINGKATAN

1. BEJ = Bursa Efek Jakarta
2. ICMD = *Indonesian Capital Market Directory*
3. NYSE = *New York Stock Exchange*
4. IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan
5. JSX = *Jakarta Stock Exchange*

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. <i>Ask Price, Bid Price, dan Bid-Ask Spread Selama Windows Period</i>	77
2. <i>Open Price, Close Price, Actual Return, Expected/Market Return, dan Abnormal Return Selama Windows Period</i>	82
3. <i>Output SPSS Descriptives</i>	89
4. <i>Output SPSS Uji Beda untuk Hipotesis Pertama dan Hipotesis Kedua</i>	90
5. <i>Output SPSS Uji Beda untuk Hipotesis Ketiga dan Hipotesis Keempat</i> ...	93
6. <i>Emiten-Emiten Yang Memenuhi Persyaratan Sebagai Sampel</i>	96

DAFTAR RUMUS

RUMUS	HALAMAN
1. Rumus <i>Bid-Ask Spread</i>	21
2. Rumus <i>Abnormal Return</i>	22
3. Rumus <i>Actual Return</i>	22
4. Rumus <i>Expected Return</i>	23
5. Rumus <i>Market Return</i>	23
6. Rumus Rata-Rata <i>Bid Ask Spread</i>	38
7. Rumus Standar Deviasi Estimasi <i>Bid-Ask Spread</i>	38
8. Rumus t_{HITUNG} <i>Bid-Ask Spread Harian</i>	39
9. Rumus Rata-Rata Dari <i>Abnormal Return</i>	40
10. Rumus Standar Deviasi Estimasi <i>Abnormal Return</i>	40
11. Rumus t_{HITUNG} <i>Abnormal Return Harian</i>	40
12. Rumus Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i> Sebelum Pengumuman <i>Right Issue</i>	42
13. Rumus Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i> Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	42
14. Rumus Selisih Antara Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i> Sebelum Dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	43
15. Rumus Standar Deviasi Estimasi Dari Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i> Sebelum Pengumuman <i>Right Issue</i>	43
16. Rumus Standar Deviasi Estimasi Dari Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i> Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	44
17. Rumus t_{HITUNG} <i>Bid-Ask Spread</i> Sebelum Dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	44
18. Rumus Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum Pengumuman <i>Right Issue</i>	46
19. Rumus Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	46
20. Rumus Selisih antara rata-rata <i>Abnormal Return</i> sebelum dan sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	47
21. Rumus Standar deviasi estimasi dari rata-rata <i>Abnormal Return</i> sebelum Pengumuman <i>Right Issue</i>	47
22. Rumus Standar deviasi estimasi dari rata-rata <i>Abnormal Return</i> sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	48
23. Rumus t_{HITUNG} <i>Abnormal Return</i> Sebelum Dan Sesudah Pengumuman <i>Right Issue</i>	48

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perkembangan harga saham 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. (Budiarto, 1999). 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 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. Undang-undang No.8/1995 memberikan batasan bahwa informasi atau fakta material adalah yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek atau keputusan pemodal, calon pembeli, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut. Adanya informasi dapat mengurangi ketidakpastian yang akan terjadi nantinya, sehingga keputusan investasi yang akan diambil diharapkan sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai.

Tiap-tiap informasi tersebut merupakan signal tersendiri bagi para pelaku pasar modal yang akan memberikan reaksi sesuai dengan analisa dan

ekspektasinya. Reaksi yang terjadi dapat bersifat positif atau negatif dan dapat menimbulkan perubahan yang bersifat sementara maupun permanen. Marston (1996), menemukan dua sebab utama buruknya informasi, yaitu karena kualitas dari informasi itu sendiri yang kurang berharga dan distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tertentu. Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut.

Informasi juga sangat dibutuhkan oleh para partisipan pasar modal, salah satunya adalah *dealer* atau *market maker*. Aspek kemudahan dan *cost* untuk memperoleh informasi sangat mempengaruhi perilaku *dealer*. Misalnya adanya distribusi informasi yang tidak merata akan mengakibatkan adanya ketidakseimbangan informasi bagi *dealer* dan partisipan lainnya di pasar modal. Besarnya ketidakseimbangan informasi yang dihadapi oleh *dealer* akan tercermin pada *spread* yang merupakan *cost* informasi yang harus ditanggungnya. Adanya pengumuman *right issue* menyebabkan *cost* informasi atau *adverse selection right* berubah. *Cost* informasi yang tinggi mencerminkan tingkat asimetri informasi yang tinggi pula dan ditunjukkan oleh semakin tingginya *spread* (Stoll, 1978 ; Howe & Lin, 1992).

Isi informasi yang menyangkut isu ekonomi suatu perusahaan salah satunya adalah pengumuman *right issue*. Pengumuman *right issue* merupakan suatu langkah perusahaan memberikan informasi kepada pasar melalui

pengumuman publik, dimana perusahaan akan menerbitkan saham baru dan ditawarkan kepada pemegang saham lama. Dalam *right issue*, pemegang saham lama akan mempunyai hak untuk memesan atau membeli saham baru yang ditawarkan tersebut sesuai dengan proporsi kepemilikan saham sebelumnya.

Secara teoritis dan empiris dengan adanya pengumuman *right issue* telah menyebabkan harga saham bereaksi secara negatif dan akan mengalami penurunan (Kothare, 1997). Hal tersebut wajar saja karena harga saham pada pelaksanaan *right issue* lebih rendah dari harga pasar. Selain itu, pada umumnya harga saham perusahaan yang melakukan *right issue* akan mengalami fluktuasi sejak dipublikasikan atau diumumkan hingga saat *ex right date*. Adapun perubahan harga saham pada saat pengumuman tersebut bila pasar dalam *semi-strong form efficiency*, maka pemodal tidak akan pernah mendapatkan *abnormal return* yang positif. *Abnormal return* diartikan sebagai selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (Husnan, 1994). Kothare (1997) juga menemukan bahwa *right issue* mempunyai pengaruh terhadap *spread* (*bid-ask spread* yaitu perbedaan antara harga yang diminta untuk membeli (*bid price*) dengan harga yang ditawarkan untuk menjual (*ask price*) (Jogiyanto, 1998)). Artinya adanya informasi *right issue* menyebabkan terjadinya peningkatan dalam aktivitas *spread*.

Beberapa informasi tentang harga saham yang dapat digunakan sebagai pertimbangan pengambilan keputusan investasi para investor terdapat dalam data harian saham yang memuat informasi tentang *open* dan *close price*, serta *bid* dan *offer price*. Dari kedua informasi tersebut investor dapat menghitung

return dan *spread* sebagai pertimbangan keputusannya untuk membeli, menjual atau menahan sahamnya seputar isu-isu yang berkembang di pasar modal salah satunya pengumuman *right issue*. Berikut dapat dilihat pergerakan *return* saham dan *bid-ask spread* harian dari beberapa perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue*.

Tabel 1.1 *Bid-Ask Spread Saham Harian*

Nama Perusahaan	Bid-ask Spread T-1*	Bid-ask Spread T	Bid-ask Spread T+1
PT. Bank NISP Tbk.(1)	0.0408163	0.0425532	0.0215054
PT. Berlian Laju Tanker Tbk.	0.05	0.0253165	0.05
PT. Zebra Nusantara Tbk.	0.0571429	0.0606061	0.125
PT. Siloan Health Care Tbk.	0.2028986	0.1408451	0.1408451
PT. Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	0.00409	0.020202	0.0416667
Rata-rata	0.07099	0.057905	0.075803

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2004

Bid-ask Spread T-1*: *Bid-ask spread* satu hari sebelum pengumuman *right issue*

Tabel 1.2 *Close Price dan Return Harian Saham*

Nama Perusahaan	Cls Prs T-1*	Abnr Rt T-1*	Cls Prs T	Abnr Rt T	Cls Prs T+1	Abnr Rt T+1
PT. Bank NISP Tbk.(1)	240	0.0627	230	-0.0288	230	0.0080
PT. Berlian Laju Tanker Tbk.	1,025	0.0058	1,000	0.0074	1,025	0.0679
PT. Zebra Nusantara Tbk.	85	0.1393	80	-0.0424	85	0.0976
PT. Siloan Health Care Tbk.	200	0.0140	170	-0.1365	170	-0.0051
PT. Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	1,225	0.0182	1,225	-0.0248	1,200	-0.0272
Rata-rata		0.0480		-0.0450		0.0282

Sumber : <http://www.jsx.co.id> dan Data Sekunder Diolah, 2004

Keterangan:

Cls Prs T-1*: *Close Price* saham harian satu hari sebelum pengumuman *right issue*

Abnr Rt T-1*: *Return* tidak normal saham harian satu hari sebelum pengumuman *right issue*

Dari tabel 1.1 dapat diketahui bahwa pergerakan *bid-ask spread* saham harian menunjukkan fenomena bahwa pada hari pengumuman *bid-ask spread* mencapai posisi paling rendah dibanding satu hari sebelum dan sesudahnya. Ini berarti pada tanggal pengumuman *right issue*, pihak *dealer* justru tidak begitu

takut dengan resiko kerugian yang akan ditanggung karena adanya informasi pengumuman tersebut yang ditunjukkan dengan menurunnya *spread*. Fenomena ini justru bertentangan dengan temuan Kothare (1997) yang menyatakan bahwa adanya informasi *right issue* menyebabkan terjadinya peningkatan dalam aktivitas *spread*.

Selanjutnya, pada tabel 1.2 juga dapat diketahui bahwa harga saham turun pada hari pengumuman *right issue* dibanding hari sebelumnya kemudian naik lagi pada hari berikutnya, begitu pula yang terjadi pada *abnormal return* saham. Ini menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* langsung direspon pasar secara negatif pada tanggal pengumuman. Tetapi, fenomena ini bertentangan dengan temuan Budiarto (1999) yang menyatakan bahwa harga saham dan *abnormal return* mengalami penurunan mulai dari hari sebelum sampai sesudah pengumuman *right issue* meski penurunan tersebut secara statistik tidak berbeda secara signifikan. Sehingga, menurut penelitian tersebut informasi pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan transaksi.

Studi tentang kebijaksanaan *right issue* terhadap harga-harga saham perusahaan yang juga menunjukkan hasil yang berbeda. Sebagaimana, Alam (1994) yang menguji 21 perusahaan yang melakukan *right issue* selama tahun 1993 di Bursa Efek Jakarta terhadap tingkat kemakmuran pemegang saham. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa *right issue* yang dilakukan oleh perusahaan belum dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas akan mengalami dilusi ganda yaitu dilusi

kepemilikan karena prosentase kepemilikannya atas saham perusahaan berkurang, juga mengalami dilusi kekayaan karena harga saham secara teoritis akan turun pada periode *ex-right*.

Penelitian tentang pengaruh informasi yang berupa pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di Bursa Efek Jakarta (BEJ), periode 1994-1996, juga dilakukan oleh Budiarto dan Baridwan (1999). Tetapi, penelitian tersebut menghasilkan bukti yang tidak sesuai dengan teori *price pressure* yang melandasinya bahwa harga saham akan jatuh secara permanen untuk jangka waktu tertentu setelah pengumuman. Tetapi, harga saham justru mengalami penurunan pada saat pengumuman dan terus mengalami penurunan sesudah hari pengumuman selama periode jendela tetapi secara statistik tidak signifikan. Juga ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan harga/*return* saham dan volume perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman. Untuk pengujian terhadap *abnormal return*, ditemukan bahwa *abnormal return* pada tanggal pengumuman dibandingkan dengan *abnormal return* pada hari sebelum pengumuman menghasilkan kesimpulan yang tidak signifikan, demikian juga untuk perbandingan dengan hari sesudah pengumuman menghasilkan kesimpulan yang sama. Selanjutnya, tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan secara statistik dari penurunan harga saham dan peningkatan aktivitas perdagangan saham sebelum pengumuman dengan pada hari pengumuman, sesudah pengumuman dengan pada hari pengumuman dan sebelum dengan sesudah pengumuman. Hasil ini berbeda

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

Untuk menguji apakah berita tentang pengumuman perusahaan yang melakukan *right issue* pada periode pengamatan selama tahun 2001 sampai 2003 akan memberikan dampak yang lebih dari keadaan normal pada saham-saham yang melakukan *right issue* maka akan dilakukan pengujian dengan menggunakan *event study*. Penelitian ini akan menguji apakah pengumuman *right issue* mempengaruhi likuiditas saham yang diukur dengan *bid-ask spread* (Conroy et.al, 1990) serta *abnormal return* dari perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta. Alasan dipilihnya periode tahun 2001 dan 2003 adalah karena alasan sifat dari penelitian itu sendiri yang sebaiknya tentang hal-hal kekinian, kemudian juga untuk menindak lanjuti penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan beberapa tahun sebelum periode tersebut dan untuk menganalisis konsistensi hasil penelitian terdahulu tersebut dengan penelitian yang saat ini dilakukan dengan menggunakan data hasil pengamatan selama periode 2001 sampai 2003.

1.2. Perumusan Masalah

Adanya pengumuman *right issue* akan mempengaruhi investor dalam perdagangan saham. Dengan kata lain pengumuman *right issue* akan mempengaruhi minat jual atau beli terhadap saham dari perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* yang tercermin dalam *spread* yang pada akhirnya mempengaruhi *abnormal return*.

Oleh karena itu, dari permasalahan di atas dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

1. Apakah ada rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*?
2. Apakah ada perbedaan yang signifikan pada rata-rata *bid-ask spread* harian saham di BEJ antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*?
3. Apakah ada rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*?
4. Apakah ada perbedaan yang signifikan pada rata-rata *abnormal return* harian saham di BEJ antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk :

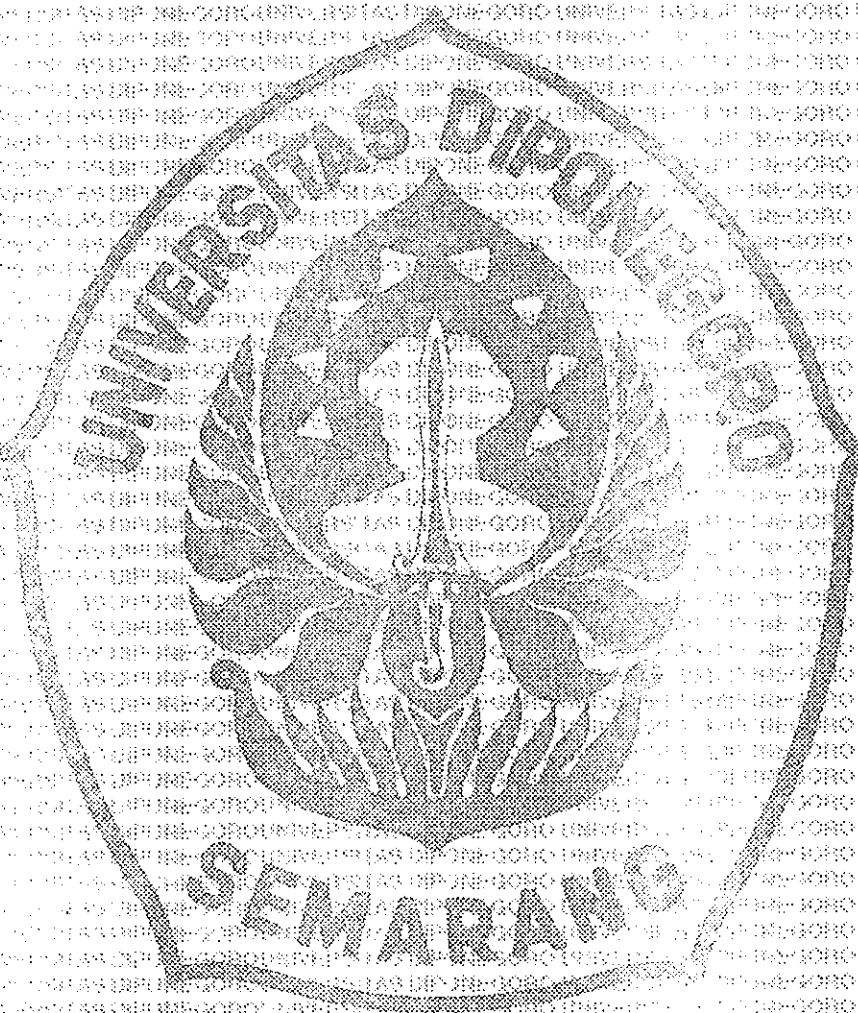
1. Menganalisis apakah ada rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.
2. Menganalisis apakah ada perbedaan antara rata-rata *bid-ask spread* harian saham di BEJ sebelum pengumuman dengan rata-rata *bid-ask spread* sesudah pengumuman *right issue*.
3. Menganalisis apakah ada rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

4. Menganalisis apakah ada perbedaan antara rata-rata *abnormal return* harian saham di BEJ sebelum pengumuman dengan rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman *right issue*.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian adalah :

1. Untuk kepentingan praktisi yaitu dapat digunakan sebagai bahan kajian untuk mengetahui sejauh mana perbedaan *bid-ask spread* dan *abnormal return* saham seputar pengumuman *right issue* agar dapat mengambil keputusan yang tepat terhadap kemungkinan-kemungkinan yang akan terjadi dalam berinvestasi apakah adanya pengumuman *right issue* akan memberikan *abnormal return* yang signifikan atau tidak.
2. Mengembangkan dan mengklarifikasi dengan menggali penelitian terdahulu yang berhubungan dengan *right issue* apakah kondisi yang dialami oleh para pelaku pasar modal terutama emiten di BEJ berlaku sama dengan teori atau penelitian terdahulu tersebut.
3. Diharapkan hasil penelitian ini dapat menambah wawasan dalam kajian pasar modal Indonesia yang menggunakan *event study* dan dapat dikembangkan pada penelitian selanjutnya.



BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. *Event Study*

Penelitian yang saat ini dilakukan untuk menganalisis kandungan informasi dari pengumuman *right issue* di pasar modal apakah mempengaruhi perbedaan *bid-ask spread* dan *abnormal return* yang diperoleh investor ini menggunakan basis *event study*. Menurut Peterson (1989), *event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu. Tujuan dari pelaksanaan *event study* adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dengan *return* dari surat berharga tersebut (Kritzman, 1994). Ada beberapa nama lain dari *event study*, yaitu *study of announcement* yaitu studi terhadap suatu pengumuman yang dipublikasikan dan *semi-strong test* yaitu studi untuk mengetahui seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan pengumuman yang dipublikasikan (Fama, 1991).

Berdasarkan keadaan tersebut maka *event study* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap peristiwa tertentu, selain *event study* juga dapat digunakan untuk pengujian *efficient market hypothesis* pada *semi-strong form*, seperti yang telah dilakukan Fama *et. al* (1969), yang kemudian diikuti oleh berbagai peneliti pada pasar modal lainnya.

Selanjutnya, dalam bukunya Jogiyanto (1998) mengatakan bahwa studi peristiwa dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar pada bentuk setengah kuat. 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 ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari saham yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* yang signifikan. Sebaliknya, pengumuman yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan .

Pengujian kandungan informasi hanya menguji reaksi dari pasar, tetapi tidak menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* yang signifikan karena informasi yang diumumkan atau jika memang ada, pasar harus bereaksi dalam waktu yang cepat untuk menuju angka keseimbangan baru.

Metode *event study* ini digunakan pada banyak aplikasi di bidang akuntansi dan keuangan misalnya pengumuman tentang *merger*, akuisisi, dan lain sebagainya (Schwert dalam Mac Kinlay, 1997).

Pada metode ini, tingkat efisiensi pasar modal diuji terutama dengan menghitung seberapa lama *abnormal return* di sekitar pengumuman yang dipublikasikan itu berbeda secara signifikan pada taraf kepercayaan tertentu. Hal ini akan memberikan gambaran seberapa cepat suatu informasi yang dipublikasikan terefleksi pada tingkat keuntungan dan harga saham yang wajar.

Pada efisiensi bentuk ini, informasi yang dipublikasikan akan dengan segera dimanfaatkan oleh para investor dalam mengubah atau mempertahankan keputusan investasi yang telah dibuat, yang secara langsung terefleksikan pada harga dan tingkat keuntungan saham.

Dari keadaan tersebut dapat disimpulkan akan sulit bagi seorang investor individu untuk memanfaatkan informasi yang dipublikasikan tersebut guna mendapatkan suatu keuntungan yang berada di atas keuntungan yang wajar. Karena hampir semua investor menggunakan cara atau pendekatan yang sama dalam memanfaatkan suatu informasi yang dipublikasikan, selain itu juga karena informasi yang dipublikasikan tersebut segera menjadi milik publik (tidak lagi menjadi alat pertimbangan utama) bagi investor dalam mengambil keputusan investasi.

2.1.2. Right Issue

Manajer keuangan suatu perusahaan mempunyai dua kegiatan penting, yaitu kegiatan menggunakan dana dan mencari pendanaan. Dua kegiatan utama tersebut dapat disebut juga sebagai fungsi keuangan (Husnan, 1996).

Kebutuhan akan dana bagi suatu perusahaan dapat diperoleh dari pasar uang maupun pasar modal. Di pasar modal, pemeroleh dana bagi perusahaan dapat dilakukan dengan cara menerbitkan atau menawarkan saham melalui penawaran umum. Pengertian dari penawaran umum adalah kegiatan yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat, berdasar tata cara yang diatur oleh Undang-undang dan peraturan pelaksanaannya (JSX, 1996). Kegiatan ini lebih populer disebut *go public*.

Apabila perusahaan membutuhkan dana kembali maka perusahaan dapat menawarkan saham kembali ke publik. Ada dua jenis penawaran yang bisa dilakukan, yaitu melakukan penawaran umum lagi kepada semua investor yang ada di bursa atau melakukan penawaran saham kepada pemegang saham lama terlebih dahulu, yang disebut dengan *right issue*. *Right issue* atau emisi *right* tidak saja diadakan jika ingin menjual saham baru, tetapi sering juga dilakukan jika perusahaan akan menerbitkan *convertible bond*, yaitu suatu bentuk jaminan dengan syarat-syarat tertentu, kemudian dapat digantikan dengan saham. Beberapa perusahaan yang tercatat di BEJ telah mengadakan emisi *right* untuk membeli *convertible bond*. (Budiarto, 1999).

Suatu ciri dari *right issue* adalah bahwa harga penawaran saham baru (*the subscription price*) biasanya ditetapkan dibawah harga yang pada saat itu tercatat di bursa. Suatu *right* baru ada nilainya jika dan selama harga emisi saham adalah lebih rendah daripada kurs yang tercatat di bursa. Maksudnya, jika harga perdana pada suatu emisi *right* lebih tinggi daripada kurs saham yang bersangkutan di bursa, maka harga *right* adalah negatif. Emisi dalam hal ini tidak

akan laku, kecuali diambil sendiri oleh pemegang saham utama untuk memperbesar prosentase kepemilikan.

Right issue mempunyai beberapa keuntungan, terutama bagi para pemegang saham lama, karena pada *right issue* mereka berhak untuk memesan terlebih dahulu dengan menggunakan kupon (*right*) yang mereka punyai. Hal ini berbeda bila perusahaan melakukan penawaran umum lagi, maka para pemegang saham lama ini diperlakukan sama dengan investor lain yang tidak punya saham perusahaan tersebut sebelumnya. Dari *right issue* ini para pemegang saham lama dapat mempertahankan kepemilikan saham mereka.

Adanya *right issue* akan menyebabkan jumlah saham yang ada di pasar menjadi lebih banyak, sehingga saham tersebut akan menjadi lebih likuid. Di sisi lain adanya *right issue* mempunyai biaya yang lebih murah dibandingkan dengan penawaran umum, karena biasanya *right issue* tidak menggunakan jasa *underwriter* atau kalau pun menggunakan jasa *underwriter* biayanya tidak sebanyak dalam penawaran umum (Budiarto, 1999).

Suatu perusahaan bila ingin melakukan *right issue* harus mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut (Westerfield et. al., 1988) :

1. Besarnya dana yang dibutuhkan, karena hal tersebut dapat menentukan berapa lembar saham yang akan ditawarkan melalui *right issue*, dan harganya, sehingga dapat ditentukan dana yang akan terkumpul.
2. Berapa harga saham yang akan ditawarkan. Umumnya harga saham baru yang ditawarkan akan lebih rendah dibandingkan harga pasar saham perusahaan pada saat itu, dengan tujuan dapat menimbulkan ketertarikan para pemegang

saham lama untuk membeli saham tersebut. Harga saham ini berkaitan dengan perkiraan seberapa besar harga yang mau dibayar oleh pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang ditawarkan. Banyaknya saham baru yang diterbitkan sangat tergantung pada berapa banyak dana yang dikumpulkan lewat *right issue* dan harga saham baru yang akan ditawarkan. Banyaknya saham baru yang ditawarkan akan sama dengan banyaknya dana yang dikumpulkan lewat *right issue* dibagi dengan harga saham baru yang ditawarkan.

3. Mengenai berapa jumlah *right* yang diperlukan untuk membeli saham baru yang ditawarkan dalam *right issue*, bisa ditentukan dengan melihat perbandingan antara jumlah saham yang telah beredar (saham lama) dengan jumlah saham yang ditawarkan (saham baru).

Bagian yang terpenting dari *right issue* adalah persepsi para pemegang saham terhadap *right issue* itu sendiri. Bila pandangan para pemegang saham positif terhadap *right issue* tersebut (yang menurut pandangan mereka alokasi penggunaan dana dari *right issue* tersebut di kemudian hari akan menghasilkan keuntungan yang lebih tinggi dari saat ini), maka para pemegang saham ini akan membeli saham baru yang ditawarkan tersebut, tetapi apabila pandangan para pemegang saham terhadap *right issue* ini negatif, maka yang terjadi adalah mereka tidak membeli saham dan bahkan menjual kepada pihak lain. (Jensen, 1986 dalam Puji Harto, 2001). Bisa dikatakan bahwa *right issue* akan mempengaruhi harga, *return* yang diperoleh investor dan likuiditas saham.

Pada saat ada *right issue* para pemegang saham yang memperoleh *right* mempunyai tiga pilihan sehubungan dengan *right* tersebut. Ketiga alternatif tersebut adalah (Westerfield et. al., 1988):

1. Pemegang saham membeli saham baru yang ditawarkan dengan *right* yang ada dan mencari sejumlah uang yang besarnya sama dengan harga saham baru tersebut. Pada pilihan ini investor memerlukan tambahan dana agar dapat membeli saham baru dan jumlah saham yang dimiliki akan bertambah pula sehingga kekayaan investor tetap.
2. Pemegang saham tidak membeli saham baru yang ditawarkan pada *right issue* tetapi menjual *right* seharga *right* tersebut. Sama halnya dengan yang pertama secara finansial alternatif kedua ini tidak mempengaruhi kekayaan atau kemakmuran pemegang saham.
3. Pemegang saham tidak melaksanakan haknya untuk membeli saham baru yang ditawarkan pada *right issue* dan juga tidak menjual *right* yang dimiliki dengan pertimbangan bahwa adanya *right issue* akan berdampak negatif bagi investor. Pada alternatif ketiga ini, pada saat *ex right date* kekayaan investor akan turun sebesar nilai *right*.

Pilihan pertama dan kedua tadi secara finansial tidak mempengaruhi kekayaan atau kemakmuran para pemegang saham, karena pada pilihan pertama pemodal akan memerlukan dana untuk membeli saham baru tetapi jumlah saham yang dia miliki akan bertambah pula, sehingga kekayaan mereka akan tetap. Apabila pemodal tersebut tidak membeli saham tersebut dan menjual *right*-nya, maka kekayaan totalnya akan tetap sama. Tetapi bila tidak membeli ataupun

menjual *right* tersebut, maka pada *ex right date* kekayaannya hanya turun sebesar nilai *right* yang dimilikinya, sehingga bagi para pemegang saham, *right issue* tidak akan mempengaruhi kekayaan mereka. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Alam (1995).

Secara finansial *right issue* tidak akan berpengaruh terhadap kekayaan para pemegang saham, tetapi jika mereka tidak membeli saham baru yang ditawarkan maka proporsi kepemilikan saham mereka akan menurun setelah saham baru tersebut terjual. Hal ini disebabkan karena jumlah saham yang ada akan bertambah.

Pada umumnya harga saham perusahaan yang melakukan *right issue* akan mengalami fluktuasi sejak *right issue* tersebut dipublikasikan/diumumkan, dan pada saat *ex right date*. Bila kondisi pasar modal minimal *semi-strong efficiency*, maka pada saat *effective date* (*right issue* suatu perusahaan pada saat diumumkan) harga saham perusahaan yang bersangkutan akan mengalami perubahan, hal ini dikarenakan ada informasi publik yang masuk ke pasar. Perubahan ini tergantung pada persepsi pemodal terhadap penggunaan dana yang dikumpulkan perusahaan lewat *right issue* tersebut.

Pada kondisi pasar modal yang *semi-strong form* maupun *strong form efficiency* secara teoritis harga saham perusahaan yang melakukan *right issue* akan turun sebesar nilai *right*-nya. Harga saham pada saat *ex right date* akan turun sampai harga teoritis yang seharusnya terjadi, sehingga saat *ex right date* pada kondisi pasar *semi strong form* maupun *strong form efficiency* ini para investor tidak akan mendapatkan *abnormal return* yang positif.

Adanya pengumuman *right issue* menyebabkan *cost* informasi atau *adverse selection right* berubah. Adanya distribusi informasi yang tidak merata, salah satunya tentang pengumuman *right issue*, akan mengakibatkan adanya ketidakseimbangan informasi bagi *dealer* dan partisipan lainnya di pasar modal. Besarnya ketidakseimbangan informasi yang dihadapi oleh *dealer* akan tercermin pada *spread* yang merupakan *cost* informasi yang harus ditanggungnya. Sehingga, *cost* informasi yang tinggi mencerminkan tingkat asimetri informasi yang tinggi pula dan ditunjukkan oleh semakin tingginya *spread* (Stoll, 1978 ; Howe & Lin, 1992). Jadi dengan dasar teori dan penelitian terdahulu yang dilakukan Stoll dan peneliti lainnya dapat ditegaskan bahwa informasi *right issue* akan mempengaruhi likuiditas saham yang diukur dengan *spread* yang pada akhirnya akan dihasilkan *abnormal return* yang signifikan.

2.1.3. Teori Spread

Menurut Jogianto (1998), Jaffe & Winkler, (1976) dan Stoll, (1989) serta Sari (2001) *spread* atau *bid-ask spread* diartikan sebagai perbedaan antara harga yang diminta untuk membeli (*bid price*) dengan harga yang ditawarkan untuk menjual (*ask* atau *offer price*). *Spread* yang merupakan prosentase selisih antara *bid price* dengan *ask price* juga disebut *cost of transaction immediacy to investor* dan *spread* yang terjadi di BEJ termasuk dalam *market spread* yaitu selisih antara *highest bid* dengan *lowest ask* yang terjadi pada saat tertentu (Hamilton, 1991). Stoll (1989) menyatakan bahwa *spread* mencakup tiga komponen biaya yang dihadapi oleh *dealer* yaitu *order processing cost*, *inventory holding cost*, dan

adverse information cost (*cost* resiko informasi). Juga dinyatakan oleh Stoll (1989) bahwa *spread* terkait dengan karakteristik dari sekuritasnya semisal volume perdagangan, harga saham, jumlah *market makers*, resiko sekuritas dan faktor lainnya.

Ulasan mengenai *spread* tidak terlepas dari adanya aktivitas yang dilakukan oleh anggota bursa yang dapat mempengaruhi besarnya transaksi di lantai bursa, baik di *New York Stock Exchange* (NYSE) umumnya atau BEJ, antara lain yang termasuk dalam anggota bursa tersebut adalah perantara pedagang efek. Berdasarkan UU No.8 dan PP RI No.45 tahun 1995, dapat diasumsikan bahwa perantara pedagang efek sebagai *dealer* (Giri 1988) karena *broker* hanya membantu para investor dalam melakukan transaksi jual beli efek di BEJ untuk mendapatkan komisi. Dengan demikian penelitian tentang *spread* lebih berhubungan erat dengan *dealer* daripada *broker*.

Dalam perdagangan sekuritas, investor yang berkeinginan untuk membeli atau menjual sesuai dengan harga dan jumlah yang diinginkan, tidaklah selalu memperoleh harapan tersebut secara simultan. Keinginan investor tersebut terealisasi dalam waktu yang cukup lama pada *market cleaning price/ true price*. Oleh karena itu, *market maker* baik *dealer* atau *broker* berusaha mengatasi adanya ketidaksamaan waktu tersebut terhadap order atau keinginan investor. Jadi *dealer* dan *broker* dapat dikatakan sebagai perantara perdagangan sekuritas yang dilakukan individu secara tidak langsung. *Broker* akan melakukan transaksi atas nama investor untuk mendapatkan komisi, sedangkan *dealer* melakukan transaksi untuk memperoleh keuntungan sendiri. *Market maker* tersebut memperoleh

kompensasi karena aktivitas membeli dilakukan pada saat harga beli (*bid price*) lebih rendah dari *true price* dan menjual pada saat harga jual (*ask price*) lebih tinggi daripada *true price* (Stoll, 1989).

Dalam melakukan perdagangannya, *dealer* menghadapi dua jenis investor, yaitu *information traders* dan *liquidity trader* (Glostein & Milgrom, 1985). Bila *dealer* bertransaksi dengan *liquidity trader* maka *dealer* akan berusaha untuk memperoleh keuntungan sebab *dealer* memiliki informasi lebih dibandingkan dengan *liquidity trader*. Di sisi lain bila *dealer* bertransaksi dengan *information trader* maka akan berusaha untuk meminimalkan kerugian akibat semakin besarnya *cost* transaksi bagi *dealer*. Resiko adanya kerugian akibat bertransaksi dengan *information trader* dikenal dengan *adverse selection risk*. Untuk mengurangi adanya resiko ataupun *cost* yang terjadi, *dealer* akan memperbesar *spread* (Greenstein & Semi, 1994). Dengan adanya peningkatan *spread* tersebut maka resiko juga akan semakin besar dan dari keadaan tersebut akan mengakibatkan penurunan volume perdagangan sehingga likuiditas akan turun.

Jika diasumsikan *dealer* tidak dapat membedakan *information trader* dan *liquidity trader*, *dealer* harus menaikkan *spread* untuk melindungi dirinya dari kerugian terhadap *information trader* guna menutupi *cost* informasi yang ditanggung oleh *dealer* (Stoll, 1989). Penelitian yang dilakukan oleh peneliti saat ini lebih berhubungan dengan *cost* informasi sehubungan dengan adanya pengumuman *right issue*. Konsekuensinya, asumsi *cost* informasi atau *adverse selection right* dianggap berubah sedangkan *cost* kepemilikan dan *cost* order tetap

(relative terhadap % *bid-ask spread*) selama periode di sekitar pengumuman *right issue*. *Cost* informasi akan meningkat jika *dealer* melakukan transaksi dengan investor berinformasi. *Cost* informasi yang tinggi mencerminkan tingkat asimetri informasi yang tinggi pula dan ditunjukkan oleh semakin tingginya *spread* (Stoll, 1978 ; Howe & Lin, 1992).

Bid-Ask Spread dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Bid - Ask Spread} = \frac{(\text{Ask} - \text{Bid})}{0,5(\text{Ask} + \text{Bid})} \quad (1)$$

Jadi dengan dasar teori dan penelitian terdahulu yang dilakukan Stoll (1978) dan peneliti lainnya dapat ditegaskan bahwa informasi *right issue* akan mempengaruhi *dealer* dalam bertransaksi sehingga harus menaikkan *spread* untuk melindungi dirinya dari kerugian karena berubahnya *cost* informasi selama periode di sekitar pengumuman *right issue*. Atau dengan kata lain, terdapat *bid-ask spread* yang signifikan selama periode di sekitar pengumuman *right issue* dan juga terdapat perbedaan *bid-ask spread* yang signifikan (berubah) antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

2.1.4. *Abnormal Return Saham*

Abnormal return didefinisikan sebagai selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya (*actual return*) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) (Husnan (1994); Schweitzer (1989) dalam Budiarto (1999)). *Abnormal return* digunakan dalam penelitian *event study* untuk menganalisis apakah suatu peristiwa tertentu mempunyai kandungan informasi atau tidak dan juga untuk

menguji efisiensi pasar melalui pengamatan pergerakan harga saham di pasar modal apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu dan seberapa cepat *abnormal return* tersebut dihasilkan Peterson (1989). Model yang digunakan untuk menghitung *expected return* ada bermacam-macam, beberapa diantaranya *market model*, *mean-adjusted model*, dan *market-adjusted model* (Peterson, 1989).

Abnormal return dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Abnormal Return} = \text{Actual Return Saham } i - \text{Expected Return Saham } i \quad (2)$$

Actual return dapat dihitung dengan :

$$\text{Act } R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (3)$$

Dimana,

$\text{Act } R_{i,t}$ = *Actual return* saham i pada hari t

$P_{i,t}$ = Harga saham i pada hari t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada hari t-1

Model yang digunakan untuk menghitung *expected return* dalam penelitian ini adalah *market-adjusted model*. Asumsi *market-adjusted model* adalah *expected return* untuk semua saham sekuritas pada suatu periode adalah sama (mendekati/ekuivalen) dengan *market return* (Strong, 1992) yaitu pembagian/persentase antara selisih IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) pada hari ke-t dan IHSG pada hari ke-t-1 dengan IHSG pada hari ke-t-1 dalam *windows period*. Rumusnya adalah sebagai berikut :

$$E R_{i,t} = R_{m,t}; \text{ untuk semua saham} \quad (4)$$

$$R_{m,t} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}} \quad (5)$$

Dimana :

$E R_{i,t}$ = *Expected return* saham i pada hari t

$R_{m,t}$ = *Market return* pada hari t

$IHS G_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari t

$IHS G_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada hari t-1

MacKinlay (1997), menegaskan terdapat tiga jenis hubungan antara suatu informasi yang dipublikasikan dengan bursa termasuk di BEJ, yang didasarkan pada deviasi dari *actual earning* dan *expected earning* atau dari *abnormal return*-nya. Jika *actual earning* melebihi *expected earning* lebih dari 2,5%, menandakan bahwa informasi itu adalah *good news*, dan sebaliknya jika *expected earning* melebihi *actual earning* lebih dari 2,5 %, menandakan bahwa informasi itu adalah *bad news*, sedangkan dinyatakan sebagai *no news*, bila *actual earning* dan *expected earning* berada diantaranya.

Pada kenyataannya sangat sulit untuk menentukan suatu informasi itu dapat ditafsirkan sebagai berita baik atau berita buruk. Misalnya informasi mengenai peningkatan deviden yang akan dibagikan barangkali akan ditafsirkan sebagai hal baik yang dapat menunjukkan perusahaan dalam kondisi yang baik, di lain pihak dapat ditafsirkan sebagai berita yang buruk apabila peningkatan deviden yang akan dibagikan tersebut tidak sebesar yang diantisipasi pasar. Dalam penelitian ini dicoba untuk mengetahui apakah adanya informasi pengumuman *right issue* dapat dipandang sebagai *good news* atau *bad news* oleh para investor

yang ada di bursa sehingga dapat diketahui preferensi investor terhadap adanya pengumuman *right issue*, dan akan menghasilkan *abnormal return* atau tidak.

Pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return* telah ditunjukkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Budiarto (1999) yang menghasilkan bahwa tidak ditemukan perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* pada tanggal pengumuman dibandingkan dengan *abnormal return* pada hari sebelum pengumuman. Begitu pula yang terjadi pada perbandingan *abnormal return* pada hari pengumuman dengan hari sesudah pengumuman. Dengan kata lain dalam penelitian tersebut informasi pengumuman *right issue* dipandang oleh para investor bukan suatu peristiwa yang tidak mempunyai kandungan informasi dan disimpulkan juga bahwa pasar modal di Indonesia khususnya di BEJ adalah jenis *semi-strong form* untuk peristiwa pengumuman *right issue* karena tidak ditemukan perbedaan *abnormal return* yang signifikan.

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang pengaruh suatu informasi terhadap pasar modal di BEJ telah dilakukan oleh Husnan dkk. (1996) dan Hanafi (1997). Pada penelitian tersebut informasi yang diuji adalah laporan keuangan yang dikeluarkan pada bulan Maret dan bulan Desember. Hasil penelitian ini adalah bahwa terjadi perbedaan (signifikan) pada kegiatan perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan antara periode pengumuman, meskipun dengan tingkat signifikansi yang berbeda-beda. Dengan kata lain penelitian Husnan dkk (1996) dan Hanafi

(1997) tersebut mengkaji pengaruh informasi terhadap kegiatan perdagangan saham.

Untuk studi tentang kebijaksanaan *right issue* terhadap harga-harga saham perusahaan di Indonesia sudah banyak dilakukan, begitu juga untuk penelitian di bursa yang lain di luar negeri. Sebagaimana Alam (1994) yang menguji 21 perusahaan yang melakukan *right issue* selama tahun 1993 di BEJ terhadap tingkat kemakmuran pemegang saham. Penelitian tersebut mencoba mengkaji sebuah hipotesis bahwa *right issue* akan merugikan pemegang saham karena *right issue* akan meningkatkan jumlah penawaran saham yang secara teoritis berdampak terhadap penurunan harga saham pada periode *ex-right*. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa *right issue* yang dilakukan oleh perusahaan belum dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas akan mengalami dilusi ganda yaitu dilusi kepemilikan karena prosentase kepemilikannya atas saham perusahaan berkurang, juga mengalami dilusi kekayaan karena harga saham secara teoritis akan turun pada periode *ex-right*. Jadi dapat disimpulkan bahwa penelitian ini menghubungkan antara *right issue* dengan volume perdagangan dan *abnormal return*.

Penelitian tentang pengaruh informasi yang berupa pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di BEJ, periode 1994-1996, telah dilakukan oleh Budiarto dan Baridwan (1999). Penelitian tersebut menghasilkan bukti yang tidak sesuai dengan teori yang melandasinya, yaitu harga saham mengalami penurunan pada saat pengumuman dan terus mengalami

penurunan sesudah hari pengumuman selama periode jendela tetapi secara statistik tidak signifikan. Juga ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan harga/return saham dan volume perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman. Secara statistik tidak ditemukan adanya perbedaan secara signifikan penurunan harga saham dan peningkatan aktivitas perdagangan saham sebelum pengumuman dengan pada hari pengumuman, sesudah pengumuman dengan pada hari pengumuman dan sebelum dengan sesudah pengumuman dan juga tidak ditemukan perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* pada tanggal pengumuman dibandingkan dengan *abnormal return* pada hari sebelum pengumuman, serta *abnormal return* pada hari pengumuman dengan hari sesudah pengumuman

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Puji Harto (2001) yang menemukan bahwa untuk jangka waktu satu tahun sebelum *right issue* dibandingkan satu tahun dan dua tahun sesudah *right issue* terdapat enam rasio yang secara statistik signifikan yaitu *current ratio*, ATO, ROI, ROE, PER dan PBV dimana terjadi penurunan rata-rata selain *current ratio* yang menunjukkan kinerja operasi, profitabilitas dan saham perusahaan mengalami penurunan pada pasca *right issue*. Sedangkan kinerja likuiditas perusahaan justru meningkat setelah dilakukan *right issue* dan tingkat solvabilitas perusahaan sebelum *right issue* mengalami peningkatan dan lebih tinggi untuk perusahaan *issuer* dibanding *non issuer*. Selanjutnya perbandingan dengan perusahaan *non-issuer* menunjukkan hasil yang secara statistik signifikan untuk rasio efisiensi yaitu kinerja perusahaan *issuer* lebih rendah dibanding kinerja *non issuer* dan kinerja

saham perusahaan *issuer underperformed* dibanding dengan perusahaan *non-issuer* maupun dengan pasar.

Selanjutnya Sari (2001) dalam penelitiannya tentang *right issue* menyimpulkan bahwa adanya *right issue* menimbulkan reaksi pasar yang negatif terhadap harga saham pada saat *ex date* maupun di sekitar *ex date* dan terjadi aktivitas *spread* yang semakin besar yang dapat menimbulkan reaksi pasar yang positif terhadap harga setelah *cum date*.

Untuk penelitian yang berhubungan dengan *bid-ask spread* telah dilakukan oleh Kothare (1997) yang menemukan bahwa *right issue* mempunyai pengaruh terhadap *spread (bid-ask spread)*. Artinya adanya informasi *right issue* menyebabkan terjadinya peningkatan dalam aktivitas *spread*, sehingga ia menyimpulkan bahwa ada hubungan antara *right issue* dengan peningkatan *spread*.

Secara ringkas penelitian terdahulu mengenai pengumuman *right issue* dapat dilihat pada Tabel 2.1 berikut ini :

Tabel 2.1. Ringkasan Beberapa Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Keterangan Penelitian	Hasil
1	Husnan dkk. (1996); Hanafi (1997)	Meneliti pengaruh informasi laporan keuangan yang dikeluarkan pada bulan Maret dan bulan Desember terhadap pasar modal di BEJ.	Terjadi perbedaan yang signifikan pada kegiatan perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan antara periode pengumuman, meskipun dengan tingkat signifikansi yang berbeda-beda.
2	Alam (1994)	Menguji 21 perusahaan yang melakukan <i>right issue</i> selama tahun 1993 di BEJ terhadap tingkat kemakmuran pemegang saham	<i>Right issue</i> yang dilakukan oleh perusahaan belum dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham minoritas.
3	Budiarto dan Baridwan (1999)	Meneliti pengaruh informasi yang berupa pengumuman <i>right issue</i> terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di BEJ, periode 1994-1996.	Pertama, harga saham mengalami penurunan pada saat pengumuman dan terus mengalami penurunan sesudah hari pengumuman selama periode jendela. Kedua, tidak terdapat perbedaan yang signifikan harga/return saham dan volume perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman. Ketiga, secara statistik tidak ditemukan adanya perbedaan secara signifikan penurunan harga saham dan peningkatan aktivitas perdagangan saham sebelum pengumuman dengan pada hari pengumuman, sesudah pengumuman dengan pada hari pengumuman dan sebelum dengan sesudah pengumuman. Keempat, tidak ditemukan perbedaan yang signifikan antara <i>abnormal return</i> pada tanggal pengumuman dibandingkan dengan <i>abnormal return</i> pada hari sebelum pengumuman, serta <i>abnormal return</i> pada hari pengumuman dengan hari sesudah pengumuman
4	Sari (2001)	Menganalisis pengaruh <i>right issue</i> terhadap return saham setelah <i>cum date</i>	Menyimpulkan bahwa adanya <i>right issue</i> menimbulkan reaksi pasar yang negatif terhadap harga saham pada saat <i>ex date</i> maupun di sekitar <i>ex date</i> dan terjadi aktivitas <i>spread</i> yang semakin besar yang dapat menimbulkan reaksi pasar yang positif terhadap harga setelah <i>cum date</i>
5	Puji Harto (2001)	Menganalisis Kinerja perusahaan yang melakukan <i>right issue</i> di Indonesia	Menemukan bahwa untuk jangka waktu satu tahun sebelum <i>right issue</i> dibandingkan satu tahun dan dua tahun sesudah <i>right issue</i> terdapat enam rasio yang secara statistik signifikan yaitu <i>Current ratio</i> , ATO, ROI, ROE, PER dan PBV dimana terjadi penurunan rata-rata selain <i>current ratio</i> yang menunjukkan kinerja operasi, profitabilitas dan saham perusahaan mengalami penurunan pada pasca <i>right issue</i> . Sedangkan kinerja likuiditas perusahaan justru meningkat setelah dilakukan <i>right issue</i> dan tingkat solvabilitas perusahaan sebelum <i>right issue</i> mengalami peningkatan dan lebih tinggi untuk perusahaan <i>issuer</i> dibanding <i>non issuer</i> . Perbandingan dengan perusahaan <i>non-issuer</i> menunjukkan hasil yang secara statistik signifikan untuk rasio efisiensi yaitu kinerja perusahaan <i>issuer</i> lebih rendah dibanding kinerja <i>non issuer</i> dan kinerja saham perusahaan <i>issuer</i> <i>underperformed</i> dibanding dengan perusahaan <i>non-issuer</i> maupun dengan pasar
6	Kothare (1997)	Meneliti pengaruh <i>Equity Issues</i> terhadap Struktur Kepemilikan dan Likuiditas saham melalui perbandingan <i>Right and Public Offerings</i>	<i>Right issue</i> mempunyai pengaruh terhadap <i>spread (bid-ask spread)</i>

Sumber : Berbagai penelitian terdahulu diringkas

Dengan dasar penelitian-penelitian terdahulu maka tesis ini akan memadukan penelitian Husnan (1996), Budiarto dan Baridwan (1999), Kothare (1997), dan Sari (2001) yaitu meneliti hubungan antara informasi pengumuman *right issue* dengan *bid-ask spread* dan *abnormal return* yang diuji dengan *event study* sehingga dapat diketahui ada perbedaan atau tidak.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Dari telaah pustaka dan penelitian sebelumnya tentang pengaruh pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan (*abnormal return*) dan likuiditas saham (*bid-ask spread*) dapat dijelaskan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut:

1. Informasi *right issue* akan mempengaruhi *dealer* dalam bertransaksi sehingga harus menaikkan *spread* untuk melindungi dirinya dari kerugian karena berubahnya *cost* informasi selama periode di sekitar pengumuman *right issue* (Stoll, 1978; Kothare, 1997; Sari, 2001). Atau dengan kata lain, terdapat *bid-ask spread* yang signifikan selama periode di sekitar pengumuman *right issue* dan juga terdapat perbedaan *bid-ask spread* yang signifikan (berubah) antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Atas dasar hal tersebut di atas maka hipotesis pertama dan kedua yang dapat diturunkan adalah :

$H_1 =$ Terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di
BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

H_2 = Terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *bid-ask spread* harian saham di BEJ antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

2. *Right issue* akan merugikan pemegang saham karena *right issue* akan meningkatkan jumlah penawaran saham yang secara teoritis berdampak terhadap penurunan harga saham (Alam, 1994). Peristiwa *right issue* direspon pasar secara negatif yang ditunjukkan terdapatnya abnormal return (negatif) yang signifikan pada *event windows* pengumuman *right issue* dan terjadi variasi (perbedaan) rata-rata abnormal return selama *long event windows right issue* (Sari 2001). Atas dasar hal tersebut di atas maka hipotesis ketiga dan keempat yang dapat diturunkan adalah:

H_3 = Terdapat rata-rata abnormal return harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

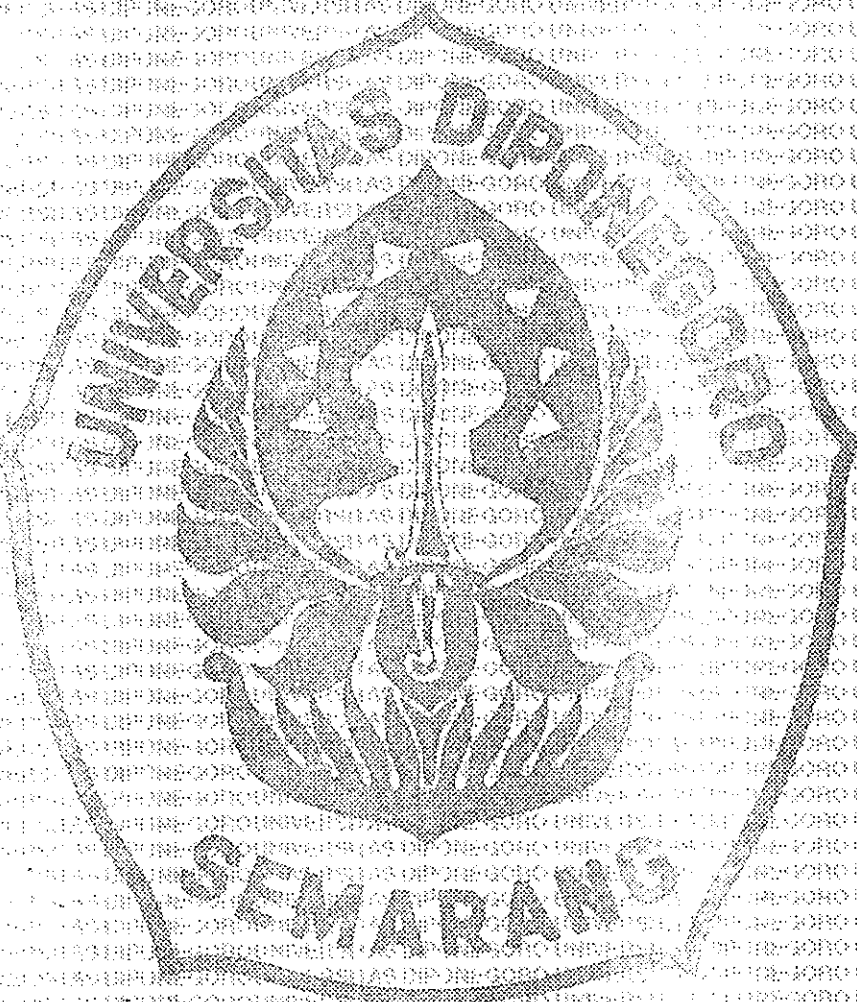
H_4 = Terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata abnormal return harian saham di BEJ antara sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

2.4. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan hasil-hasil penelitian terdahulu, hipotesis yang dapat diturunkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H_1 = Terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

- H₂ = Terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *bid-ask spread* harian saham di BEJ antara **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue*.
- H₃ = Terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ **selama** *windows period* pengumuman *right issue*.
- H₄ = Terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *abnormal return* harian saham di BEJ antara **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue*.



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Pasar modal yang diteliti adalah BEJ karena merupakan bursa efek yang terbesar di Indonesia, baik dalam aktivitas volume perdagangan maupun jumlah perusahaan yang tercatat. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang sumber datanya diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange (JSX) Statistic* melalui internet (<http://www.jsx.co.id>) dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* yang meliputi : tanggal pengumuman *right issue*, *close* dan *open price* selama *windows period*, *bid* dan *offer price* dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode pengamatan. Oleh karena data sekunder diperoleh dari sumber-sumber di luar emiten maka data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini termasuk kategori data sekunder eksternal (Santoso & Tjiptono, 2001).

3.2 Populasi dan Sampling

Populasi data yang dianalisis dalam penelitian ini merupakan data saham-saham yang melakukan *right issue* mulai tahun 2001 sampai 2003 dan telah *listing* di BEJ. Pemilihan periode tersebut didasarkan pada ketersediaan data dan didapatkan populasi sebanyak 25 unit analisis emiten saham yang pernah melakukan pengumuman *right issue* dan lima emiten di antaranya melakukan pengumuman *right issue* sebanyak dua kali.

Dalam penelitian ini cara pemilihan sampel dilakukan dengan *purposive sampling* yaitu penentuan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Sampel saham yang dipilih adalah saham-saham yang melakukan *right issue* tetapi tidak melakukan deviden saham, *stock split*, pembagian saham bonus atau pengumuman perusahaan lainnya. Hal ini dilakukan untuk mengurangi adanya bias yang disampaikan oleh informasi-informasi tersebut (Howe dan Lin, 1992). Selain itu persyaratan berupa ketersediaan data tanggal pengumuman, *closing price* dan *bid-ask price* merupakan salah satu kriteria pemilihan sampel penelitian. Kriteria dan persyaratan tersebut bertujuan agar pengamatan benar-benar difokuskan pada pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *bid-ask spread* dan *abnormal return* saham. Diperoleh 16 emiten dalam populasi yang memenuhi persyaratan di atas sebagai sampel. Sembilan emiten dari populasi tidak memenuhi persyaratan *purposive sampling* karena tidak tersedianya tanggal pengumuman dan faktor lainnya yang dianggap bisa menyebabkan bias. Selanjutnya diperoleh 16 emiten sebagai sampel dan dari ke-16 emiten ini terdapat empat emiten yang melakukan dua kali *right issue* pada periode 2001 sampai 2003, sehingga secara keseluruhan terdapat 20 kali pengumuman *right issue* yang disajikan pada tabel 3.1.

Tabel 3.1 Emiten-Emiten Yang Memenuhi Persyaratan Sebagai Sampel

No	Kode Emiten	Announcement Date Right Issue	Close Price T-5	Close Price T-4	Close Price T-3	Close Price T-2	Close Price T-1	Close Price T	Close Price T+1	Close Price T+2	Close Price T+3	Close Price T+4	Close Price T+5
1	NISP	07/02/2001 (1)	250	260	260	230	240	230	230	235	225	225	225
2	BLTA	09/03/2001	1,025	1,025	1,000	1,025	1,025	1,000	1,025	1,000	1,000	1,000	1,000
3	ZBRA	16/03/2001	90	85	75	75	85	80	85	80	80	70	85
4	BGMT	05/04/2001	200	200	200	200	200	170	170	185	185	165	170
5	HERO	04/09/2001	1,000	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,075	1,075	1,075	1,075
6	CPFR	29/06/2002	470	410	410	400	400	400	400	400	400	385	370
7	BBIA	12/09/2002 (1)	975	975	975	975	950	975	975	975	1,000	1,000	1,000
8	BHIT	14/10/2002 (2)	370	370	355	330	340	340	325	350	350	355	360
9	BVC	15/04/2003	35	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
10	INTP	09/05/2003 (2)	975	1,025	1,050	1,050	1,050	1,025	1,050	1,050	1,025	1,000	1,025
11	BBIA	11/06/2003 (2)	575	600	575	575	575	575	575	550	575	575	575
12	INTP	25/06/2001 (1)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,225	1,225	1,200	1,225	1,250	1,250	1,250
13	BHIT	06/08/2001 (1)	325	320	320	310	305	300	305	315	305	305	305
14	RMBA	18/02/2002	155	155	150	160	165	180	190	195	205	195	200
15	MESA	23/07/2002	975	1,050	1,050	1,050	1,050	1,025	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
16	NISP	23/07/2002 (2)	415	410	410	410	410	410	410	410	400	405	405
17	BNI	12/09/2002	70	65	70	60	55	60	60	60	55	50	50
18	ARNA	17/12/2002	95	95	95	95	95	95	95	95	90	95	100
19	TRT	28/03/2003	95	95	95	95	95	95	95	95	95	90	80
20	BGIN	03/07/2003	100	100	100	95	95	95	95	95	95	95	100

Close Price dalam rupiah

Sumber : <http://www.jsx.co.id> dan JSX Statistics 2001-2003

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa *daily close price* tiap emiten cenderung turun dan konstan pada *event date* dari harga di hari sebelumnya dan setelah itu cenderung naik lagi dan kemudian konstan. Contohnya yang terjadi pada emiten berkode BLTA yaitu *daily close price*-nya turun pada *event date* (T) menjadi 1.000 rupiah dari harga di dua hari sebelumnya (T-2 dan T-1) sebesar 1.025 rupiah dan sehari setelah *event date* (T+1) naik lagi menjadi 1.025 rupiah dan satu hari kemudian (T+2) turun lagi menjadi 1.000 rupiah untuk selanjutnya konstan pada posisi tersebut tiga hari seterusnya (T+3 sampai T+5).

Begitu pula yang terjadi dengan emiten berkode INTP yaitu *daily close price*-nya konstan pada *event date* (T) menjadi 1.225 rupiah sama dengan harga sehari sebelumnya (T-1) dan justru empat hari sebelumnya (T-2 dan T-5) lebih rendah yaitu pada posisi 1.200 rupiah. Sehari setelah *event date* (T+1) harga terkoreksi menjadi 1.200 rupiah, tetapi sehari setelah itu (T+2) naik pada posisi

1.225 rupiah dan pada T+3 naik lagi pada posisi 1.250 rupiah kemudian posisi ini konstan sampai pada T+5.

3.3. Definisi Operasional Variabel

Untuk dapat memahami variabel yang dipakai dalam penelitian ini, berikut dijelaskan definisi dan variabel operasional tersebut :

1. *Bid-ask spread* diartikan sebagai perbedaan antara harga tertinggi yang diminta untuk membeli dengan harga terendah yang ditawarkan untuk menjual (Jogiyanto, 1998). *Bid-Ask Spread* dihitung dengan rumus no. (1) yang dinyatakan dalam bentuk desimal.
2. *Abnormal return* didefinisikan sebagai selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (Husnan, 1994). Model yang digunakan untuk menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan ada bermacam-macam, beberapa di antaranya *market model*, *mean-adjusted model*, dan *market adjusted model* (Peterson, 1989). Dalam penelitian ini, model yang digunakan adalah *market adjusted model* yang dihitung dengan rumus no. (2) yang dinyatakan dalam bentuk desimal. Ringkasannya ada pada tabel 3.2.

Tabel 3.2. Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala	Pengukuran	Sumber Data	Peneliti Sebelumnya
1	<i>Bid-ask spread</i>	Perbedaan antara harga tertinggi yang diminta untuk membeli dengan harga terendah yang ditawarkan untuk menjual	Rasio (dalam bentuk desimal)	$\frac{(Ask - Bid)}{0,5 (Ask + Bid)}$	<i>Bid</i> dan <i>offer price</i> dalam data harian perdagangan saham dari situs resmi internet <i>Jakarta Stock Exchange</i> (http://www.jsx.co.id)	Sari (2001), Kothare (1997)
2	<i>Abnormal return</i>	Selisih antara tingkat keuntungan sebenarnya (<i>actual return</i>) dengan tingkat keuntungan yang diharapkan (<i>expected return</i>)	Pengurangan (dalam bentuk desimal)	$Act Rtn_i - Exp Rtn_i$	<i>Close</i> dan <i>open price</i> (untuk menghitung <i>actual return</i>) dalam data harian perdagangan saham dari situs resmi internet <i>Jakarta Stock Exchange</i> (http://www.jsx.co.id) dan <i>open IHSG</i> dan <i>close IHSG</i> (untuk menghitung <i>expected return</i>) dari <i>JSX Statistics</i> antara tahun 2001-2003	Budiarto (1999)

Sumber : Jurnal

3.4. Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, data sekunder dikumpulkan melalui metode dokumentasi yaitu mencari data melalui literatur-literatur, jurnal-jurnal penelitian terdahulu, majalah maupun data komponen yang sekiranya diperlukan. Di samping itu, data juga dikumpulkan dengan cara *men-download* data-data perdagangan harian dari situs resmi BEJ, yaitu www.jsx.co.id dan mencatat profil emiten yang dipublikasikan dalam ICMD 2003.

3.5. Periode Pengamatan

Periode pengamatan didasarkan pada *windows period* (dari t_{-5} hingga t_{+5}) yaitu 5 hari sebelum pengumuman *right issue*, hari H, dan 5 hari setelah pengumuman atau kalau ditransformasikan ke dalam angka adalah sebagai berikut: -5,-4,-3,-2,-1,0,1,2,3,4,5. Penentuan periode 5 hari di atas di dasarkan

pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sheehan dkk. (1997). Untuk melihat perubahan harga saham dan volume perdagangan saham yang disebabkan oleh adanya pengumuman *right issue*, maka waktu 5 hari cukup layak. Periode waktu yang terlalu pendek (kurang dari lima hari) atau terlalu panjang (lebih dari lima hari) akan memungkinkan bias dalam melihat perubahan. Jika selama masa pengamatan terdapat *confounding effect* yang disebabkan oleh adanya publikasi informasi lain (semisal, pembagian deviden, saham bonus, dan *stock split*) yang bersamaan dengan pengumuman *right issue*, maka perusahaan tersebut tidak diambil sebagai sampel dalam penelitian. Hal ini bertujuan agar perubahan harga saham dan volume perdagangan saham benar-benar hanya disebabkan oleh pengaruh *right issue*.

3.6. Teknik Analisis

Analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan alat analisis *Event Study* dan dibagi menjadi dua teknik analisis yaitu analisis data yang berkaitan dengan *bid-ask spread* saham akibat adanya pengumuman *right issue* serta analisis data yang berkaitan dengan ada tidaknya *abnormal return* yang diperoleh investor dalam waktu selama *windows period* pengumuman *right issue*. Dengan data sampel kecil yaitu kurang dari 30 maka analisis akan dilakukan dengan pengujian *t-test*, model *small sample* (Subagyo,2000).

3.6.1. Analisis *Bid-Ask Spread*

Adapun langkah-langkah analisis data yang berkaitan dengan *bid-ask spread* harian saham selama *windows period* pengumuman *right issue* adalah sebagai berikut:

Langkah pertama : mencari *bid ask spread* harian saham *i*, pada periode *t*, untuk *windows period* dengan rumus no. (1)

Langkah kedua : menghitung rata-rata *bid ask spread* dari *N*-saham pada pada hari ke-*t* selama *windows period*, dengan cara menjumlahkan *bid-ask spread* harian saham *i* pada hari ke-*t* selama *windows period*, dan kemudian membaginya dengan jumlah sampel:

Rumusnya adalah:

$$\overline{BAS}_t = \frac{\sum_{i=1}^N BAS_{i,t}}{N} \quad (6)$$

Dimana :

\overline{BAS}_t = Rata-rata dari seluruh *bid ask spread* saham pada hari ke-*t* dalam *windows period*

$BAS_{i,t}$ = *Bid-ask spread* saham *i* pada hari ke-*t* di *windows period*

N = Jumlah sampel saham

Langkah ketiga : menghitung standar deviasi estimasi yang didasarkan pada standar deviasi *bid ask spread* *N*-saham untuk hari ke-*t* di *windows period* (dari *t*₅ hingga *t*₅) dengan rumus :

$$\sigma_{BAS_{t,ep}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (BAS_{i,t} - \overline{BAS}_t)^2}{(N-1)}} * \frac{1}{\sqrt{N}} \quad (7)$$

Dimana :

$\sigma\text{BAS}_{t,ep}$ = Standar deviasi estimasi *bid-ask spread* untuk hari ke-t di *windows period*

Langkah keempat : mencari t_{HIT} , dengan cara membagi rata-rata *bid-ask spread* dari N-saham untuk hari ke-t pada *windows period* dengan standar deviasi estimasinya.

$$t_{\text{HIT}} = \frac{\text{BAS}_t}{\sigma\text{BAS}_{t,ep}} \quad (8)$$

3.6.2. Analisis *Abnormal Return*

Adapun langkah-langkah analisis data yang berkaitan dengan *abnormal return* saham harian selama *windows period* pengumuman *right issue* adalah sebagai berikut:

Langkah pertama : menghitung *abnormal return* masing-masing saham harian selama *windows period* dengan metode *market-adjusted model* menggunakan rumus no. (2) yaitu :

$$\text{Abnormal Return} = \text{Actual Return Saham } i - \text{Expected Return Saham } i$$

Tetapi sebelumnya menghitung *actual return* dengan rumus no. (3) dan *expected return* dengan rumus no. (5) terlebih dulu.

Langkah kedua : menghitung rata-rata *abnormal return* dari N-saham untuk hari ke-t pada *windows period*, dengan cara menjumlahkan *abnormal return* harian saham *i* pada *windows period*, dan

kemudian membaginya dengan jumlah sampel, rumusnya adalah:

$$\bar{A}_t = \frac{\sum_{i=1}^N A_{i,t}}{N} \quad (9)$$

Dimana :

\bar{A}_t = Rata-rata dari *abnormal return* N-saham pada hari ke-t dalam *event period*

$A_{i,t}$ = *Abnormal return* saham i pada hari ke-t di *windows period*

N = Jumlah sampel saham

Langkah ke tiga : menghitung standar deviasi estimasi yang didasarkan pada standar deviasi *abnormal return* N-saham untuk hari ke-t di *windows period* dengan rumus:

$$\sigma_{A_{t,ep}} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (\bar{A}_{i,t} - \bar{A}_t)^2}{(N-1)}} * \frac{1}{\sqrt{N}} \quad (10)$$

Dimana:

$\sigma_{A_{t,ep}}$ = Standar deviasi estimasi *abnormal return* untuk hari ke-t di *windows period*

Langkah ke empat : mencari t_{HIT} dengan cara membagi rata-rata *abnormal return* dari N-saham dengan standar deviasi estimasi pada hari ke-t di *windows period*. Rumusnya adalah:

$$t_{HIT} = \frac{\bar{A}_t}{\sigma_{A_{t,ep}}} \quad (11)$$

3.7. Pengujian Hipotesis

2.7.1. Pengujian Hipotesis 1

Pengujian ini dilakukan untuk membuktikan apakah terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*. Adapun prosedur manual pengujian dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

Langkah pertama : membandingkan t_{HIT} dengan t_{Tabel} . t_{HIT} dicari dengan rumus no. 7 yaitu dengan membagi rata-rata *bid-ask spread* pada hari ke-t di *windows period* dengan standar deviasi estimasinya.

Langkah kedua : menentukan formulasi H_0 dan H_a yang menyatakan bahwa:

H_0 = Tidak terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

H_a = Terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

Langkah ketiga : melakukan pengujian dua sisi dan *significant level* (α) sebesar 5 % dan nilai kritis $t_{\alpha/2} = \pm 2,093$ (untuk $N-1 = 19$) dengan kriteria:

Jika $t_{HIT} < -t_{\alpha/2}$ atau $t_{HIT} > t_{\alpha/2}$, H_0 ditolak

Jika $-t_{\alpha/2} < t_{HIT} < t_{\alpha/2}$, H_0 diterima

Dalam penelitian ini, metode pengujian hipotesis 1 juga dibantu dengan program SPSS menggunakan alat analisis statistika *One-sample t-test*.

3.7.2. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 bertujuan untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *bid-ask spread* harian saham di BEJ antara **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue*.

Adapun prosedur manual pengujian dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

Langkah pertama : Menentukan formulasi H_0 dan H_a

$$H_0 : \mu = 0$$

$$H_a : \mu \neq 0$$

Langkah kedua : Menetapkan *confidence interval* sebesar 95%,
dengan $\alpha = 0,05$

Langkah ketiga : Uji statistik yang dilakukan adalah uji 2 sisi

$$\text{Nilai kritis } t_{\alpha/2; 8} = \pm 2,306$$

Langkah keempat: menghitung rata-rata *bid-ask spread* **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue* dengan rumus:

$$\overline{BAS}_{t-5,t-1} = \frac{\sum_{t=1}^5 \overline{BAS}_{t,sbl}}{t_{-5,-1}} \quad (12)$$

$$\overline{BAS}_{t1,t5} = \frac{\sum_{t=1}^5 \overline{BAS}_{t,sdh}}{t_{1,5}} \quad (13)$$

Dimana:

$$\begin{aligned} \overline{BAS}_{t-5,t-1} &= \text{Rata-rata } bid\text{-ask spread } \textit{sebelum} \text{ pengumuman } right\ issue \\ \overline{BAS}_{t,sbl} &= \text{Rata-rata } bid\text{-ask spread} \text{ dari } N\text{-saham pada hari ke-}t \text{ } \textit{sebelum} \\ &\quad \text{pengumuman } right\ issue \\ \frac{t-5,-1}{\overline{BAS}_{t-5,t-1}} &= \text{Jumlah hari pengamatan } \textit{sebelum} \text{ pengumuman } right\ issue \\ \overline{BAS}_{t,1,t,5} &= \text{Rata-rata } bid\text{-ask spread } \textit{sesudah} \text{ pengumuman } right\ issue \\ \overline{BAS}_{t,sdh} &= \text{Rata-rata } bid\text{-ask spread} \text{ dari } N\text{-saham pada hari ke-}t \text{ } \textit{sesudah} \\ &\quad \text{pengumuman } right\ issue \\ t_{1,5} &= \text{Jumlah hari pengamatan } \textit{sesudah} \text{ pengumuman } right\ issue \end{aligned}$$

Langkah kelima : menghitung selisih antara rata-rata *bid-ask spread* **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue* dengan rumus :

$$D_{BAS,sbl-sdh} = \overline{BAS}_{t-5,t-1} - \overline{BAS}_{t,1,t,5} \quad (14)$$

Dimana :

$$D_{BAS,sbl-sdh} = \text{Selisih antara rata-rata } bid\text{-ask spread } \textit{sebelum} \text{ dan } \textit{sesudah} \text{ pengumuman } right\ issue.$$

Langkah keenam : menghitung standar deviasi estimasi yang didasarkan pada standar deviasi rata-rata *bid-ask spread* dari N-saham untuk hari ke-t di **sebelum** pengumuman *right issue* dengan rumus :

$$\sigma_{\overline{BAS}_{t-5,t-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^5 (\overline{BAS}_{t,sbl} - \overline{BAS}_{t-5,t-1})^2}{(t-5,-1; -1)}} * \frac{1}{\sqrt{t-5,-1}} \quad (15)$$

Dimana :

$$\sigma_{\overline{BAS}_{t-5,t-1}} = \text{Standar deviasi estimasi dari rata-rata } bid\text{-ask spread } \textit{sebelum} \text{ pengumuman } right\ issue.$$

Langkah ketujuh : menghitung standar deviasi estimasi yang didasarkan pada standar deviasi rata-rata *bid-ask spread* dari N-saham untuk hari ke-t di sesudah pengumuman *right issue* dengan rumus :

$$\sigma_{\overline{BAS}_{t,1,5}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^5 (\overline{BAS}_{t,sdh} - \overline{BAS}_{t,1,5})^2}{(t_{1,5} - 1)}} \cdot \frac{1}{\sqrt{t_{1,5}}} \quad (16)$$

Dimana :

$\sigma_{\overline{BAS}_{t,1,5}}$ = Standar deviasi estimasi dari rata-rata *bid-ask spread* sesudah pengumuman *right issue*.

Langkah kedelapan : menghitung nilai t-hitung (t_{HIT}) dengan rumus:

$$t_{HIT} = \frac{D_{BAS,sbl-sdh}}{\sqrt{\left\{ \frac{(t_{5,-1} - 1) (\sigma_{BAS_{t,5,t,-1}})^2 + (t_{1,5} - 1) (\sigma_{BAS_{t,1,5}})^2}{t_{5,-1} + t_{1,5} - 2} \right\} \left\{ \frac{1}{t_{5,-1}} + \frac{1}{t_{1,5}} \right\}}} \quad (17)$$

Langkah kesembilan : menentukan kriteria pengujian

Jika $t_{HIT} < -t_{(\alpha/2;n_1+n_2-2)}$ atau $t_{HIT} > t_{(\alpha/2;n_1+n_2-2)}$, H_0 ditolak

Jika $-t_{(\alpha/2;n_1+n_2-2)} < t_{HIT} < t_{(\alpha/2;n_1+n_2-2)}$, H_0 diterima

Dalam penelitian ini, metode pengujian hipotesis 2 juga dibantu dengan program komputer SPSS menggunakan alat analisis statistika *The Paired t-test* (Berenson, et al, 1988).

2.7.3. Pengujian Hipotesis 3

Pengujian ini dilakukan untuk membuktikan apakah terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*. Adapun prosedur manual pengujian dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

Langkah pertama : membandingkan t_{HIT} dengan t_{Tabel} . t_{HIT} dicari dengan rumus no. 11 yaitu dengan membagi rata-rata *abnormal return* pada hari ke- t di *windows period* dengan standar deviasi estimasinya.

Langkah kedua : menentukan formulasi H_0 dan H_a yang menyatakan bahwa:

H_0 = Tidak terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

H_a = Terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

Langkah ketiga : melakukan pengujian dua sisi dan *significant level* (α) sebesar 5 % dan nilai kritis $t_{\alpha/2} = \pm 2,093$ (untuk $N-1 = 19$) dengan kriteria:

Jika $t_{HIT} < -t_{\alpha/2}$ atau $t_{HIT} > t_{\alpha/2}$, H_0 ditolak

Jika $-t_{\alpha/2} < t_{HIT} < t_{\alpha/2}$, H_0 diterima

Dalam penelitian ini, metode pengujian hipotesis 3 juga dibantu dengan program SPSS menggunakan alat analisis statistika *One-Sample t-test*

3.7.4. Pengujian Hipotesis 4

Pengujian hipotesis 4 bertujuan untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan yang signifikan pada rata-rata *abnormal return* harian saham di BEJ antara **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue*.

Adapun prosedur manual pengujian dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

Langkah pertama : menentukan formulasi H_0 dan H_a

$$H_0 : \mu = 0$$

$$H_a : \mu \neq 0$$

Langkah kedua : menetapkan *confidence interval* sebesar 95%,
dengan $\alpha = 0,05$

Langkah ketiga : uji statistik yang dilakukan adalah uji 2 sisi

$$\text{Nilai kritis } t_{\alpha/2; 8} = \pm 2,306$$

Langkah keempat : menghitung rata-rata *abnormal return* **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue* dengan rumus:

$$\bar{A}_{t-5,t-1} = \frac{\sum_{t=1}^5 \bar{A}_{t,sbl}}{t_{-5,-1}} \quad (18)$$

$$\bar{A}_{t1,t5} = \frac{\sum_{t=1}^5 A_{t,sdh}}{t_{1,5}} \quad (19)$$

Dimana:

- $\overline{A}_{t-5,t-1}$ = Rata-rata *abnormal return* **sebelum** pengumuman *right issue*
 $A_{t,sbl}$ = Rata-rata *abnormal return* dari N-saham pada hari ke-t **sebelum** pengumuman *right issue*
 $t_{-5,-1}$ = Jumlah hari pengamatan **sebelum** pengumuman *right issue*
 $\overline{A}_{t1,t5}$ = Rata-rata *abnormal return* **sesudah** pengumuman *right issue*
 $A_{t,sdh}$ = Rata-rata *abnormal return* dari N-saham pada hari ke-t **sesudah** pengumuman *right issue*
 $t_{1,5}$ = Jumlah hari pengamatan **sesudah** pengumuman *right issue*

Langkah kelima : menghitung selisih antara rata-rata *abnormal return* **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue* dengan rumus:

$$D_{A,sbl-sdh} = \overline{A}_{t-5,t-1} - \overline{A}_{t1,t5} \quad (20)$$

- Dimana :
 $D_{A,sbl-sdh}$ = Selisih antara rata-rata *abnormal return* **sebelum** dan **sesudah** pengumuman *right issue*.

Langkah keenam : menghitung standar deviasi estimasi yang didasarkan pada standar deviasi rata-rata *abnormal return* dari N-saham untuk hari ke-t di **sebelum** pengumuman *right issue* dengan rumus :

$$\sigma_{\overline{A}_{t-5,t-1}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^5 (A_{t,sbl} - \overline{A}_{t-5,t-1})^2}{(t_{-5,-1} - 1)}} * \frac{1}{\sqrt{t_{-5,-1}}} \quad (21)$$

- Dimana :
 $\sigma_{\overline{A}_{t-5,t-1}}$ = Standar deviasi estimasi dari rata-rata *abnormal return* **sebelum** pengumuman *right issue*.

Langkah ketujuh : menghitung standar deviasi estimasi yang didasarkan pada standar deviasi rata-rata *abnormal return* dari N-saham untuk hari ke-t di **sesudah** pengumuman *right issue* dengan rumus :

$$\sigma \bar{A}_{t1,15} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^5 (A_{t,sdh} - \bar{A}_{t1,15})^2}{(t_{1,5} - 1)}} * \frac{1}{\sqrt{t_{1,5}}} \quad (22)$$

Dimana :

$\sigma A_{t1,15}$ = Standar deviasi estimasi dari rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman *right issue*.

Langkah kedelapan : menghitung nilai t-hitung (t_{HIT}) dengan rumus:

$$t_{HIT} = \frac{D_{A,sbl-sdh}}{\sqrt{\left\{ \frac{(t_{5,-1} - 1) (\sigma_{A_{t-5,t-1}})^2 + (t_{1,5} - 1) (\sigma_{A_{t1,5}})^2}{t_{5,-1} + t_{1,5} - 2} \right\} \left\{ \frac{1}{t_{5,-1}} + \frac{1}{t_{1,5}} \right\}}} \quad (23)$$

Langkah kesembilan : menentukan kriteria pengujian

Jika $t_{HIT} < -t_{(\alpha/2;n1+n2-2)}$ atau $t_{HIT} > t_{(\alpha/2;n1+n2-2)}$, H_0 ditolak

Jika $-t_{(\alpha/2;n1+n2-2)} < t_{HIT} < t_{(\alpha/2;n1+n2-2)}$, H_0 diterima

Dalam penelitian ini, metode pengujian hipotesis 4 juga dibantu dengan program komputer SPSS menggunakan alat analisis statistika *The Paired t-test* (Berenson, et al, 1988).

BAB IV

ANALISIS DATA

Dalam bab ini akan dipaparkan tentang gambaran umum sampel, dilanjutkan dengan statistik deskriptif. Bagian berikutnya menguraikan hasil analisis data diikuti dengan pengujian hipotesis-hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

4.1 Gambaran Umum Sampel

Sampel saham yang dipilih adalah saham-saham yang melakukan *right issue* tetapi tidak melakukan deviden saham, *stock split*, pembagian saham bonus atau pengumuman perusahaan lainnya mulai tahun 2001 sampai 2003 dan telah *listing* di BEJ. Hal ini dilakukan untuk mengurangi adanya ambiguitas yang disampaikan oleh informasi-informasi tersebut (Howe dan Lin, 1992). Pemilihan periode 2001 – 2003 tersebut didasarkan pada persyaratan *purposive sampling* yaitu berupa ketersediaan data tanggal pengumuman, *closing price* dan *bid-ask price* yang merupakan salah satu kriteria pemilihan sampel penelitian. Kriteria dan persyaratan tersebut bertujuan agar pengamatan benar-benar difokuskan pada pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *bid-ask spread* dan *abnormal return* saham. Diperoleh 16 emiten sebagai sampel dan dari ke-16 emiten ini terdapat empat emiten yang melakukan dua kali *right issue* pada periode 2001 sampai 2003, sehingga secara keseluruhan terdapat 20 kali pengumuman *right issue* yang disajikan pada tabel 4.1 berikut.

Tabel 4.1
Sampel Emiten yang Melakukan *Right Issue* tahun 2001- 2003

No.	Sektor dan Subsektor	Jumlah	Nama Emiten	Persentase
1	Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya	10	PT. Bhakti Investama Tbk.*	50%
			PT. Bank Global Internasional Tbk.	
			PT. Bank Buana Indonesia Tbk.*	
			PT. Bank NISP Tbk.*	
			PT. Bank Mega Tbk.	
			PT. Bank Internasioanal Indonesia Tbk.	
			PT. Bank Victoria Tbk.	
2	Transportasi	2	PT. Berlian Laju Tanker Tbk.	10%
			PT. Zebra Nusantara Tbk.	
3	Industri Dasar dan Kimia (Semen)	2	PT. Indocement Tunggul Prakasa Tbk. *	10%
4	Kesehatan	1	PT. Siloan Health Care Tbk.	5%
5	Perdagangan Eceran	1	PT. Hero Supermarket Tbk.	5%
6	Rokok	1	PT. Bentoel Internasional Tbk.	5%
7	Pakan Ternak	1	PT. Central Protein Prima Tbk.	5%
8	Keramik	1	PT. Arwana Citra Mulia Tbk.	5%
9	Kayu dan Pengolahannya	1	PT. Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk.	5%
	Jumlah Pengumuman <i>Right Issue</i> yang Dilakukan	20		100%

* Melakukan dua kali *right issue* selama periode 2001 sampai 2003

Sumber: Data sekunder diolah berdasarkan *JSX Statistics 2001- 2003*

Tabel 4.1 di atas menginformasikan bahwa emiten sampel penelitian ini merepresentasikan 7 sektor dan sub sektor industri yang tercantum dalam *JSX Statistics 2001- 2003*. Tabel 4.1 menunjukkan bahwa mayoritas emiten sampel berasal dari sektor keuangan (bank dan lembaga keuangan lainnya) (10 kali melakukan pengumuman *right issue* atau 50 % dari seluruh pengumuman yang pernah terjadi selama periode 2001- 2003). Adapun minoritas emiten sampel sisanya berasal dari sub sektor transportasi dan sub sektor semen (masing-masing melakukan dua kali pengumuman *right issue* atau masing-masing 10% dari

seluruh pengumuman yang pernah terjadi selama periode 2001- 2003) dan sub sektor kesehatan, perdagangan eceran, rokok, pakan ternak, keramik, kayu dan pengolahannya (masing-masing melakukan sekali pengumuman *right issue* atau masing-masing 5% dari seluruh pengumuman yang pernah terjadi selama periode 2001- 2003).

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian ini merujuk pada nilai rata-rata (*mean*) dan simpangan baku (*standard deviation*) dari rata-rata *abnormal return*, *actual return* (*return* realisasi), *expected return*, serta rata-rata *bid-ask spread* pada *windows period* pengumuman *right issue* di tahun 2001- 2003 sebagaimana ditunjukkan pada tabel 4.2 di bawah ini.

Tabel 4.2
Satistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Rata-Rata <i>Abnormal Return</i>	11	-.0188751	.0155287	-1.647576364E-03	1.10338186E-02
Rata-Rata <i>Actual Return</i>	11	-.0202489	.0132253	-1.492550455E-03	1.09177160E-02
Rata-Rata <i>Expected Return</i>	11	-.0083300	.0083647	1.55090909E-04	4.39484127E-03
Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i>	11	.0612123	.0905395	7.75812727E-02	1.00361903E-02

Sumber : Data Sekunder diolah, 2004

Tabel 4.2 di atas menginformasikan bahwa rata-rata *abnormal return* pada *windows period* (T -5 sampai dengan T +5) adalah sebesar -0.001647536 dengan simpangan baku 0,0110338186 yang artinya rata-rata kumulatif ini jika dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* dari tiap emiten hanya berbeda

sebesar 1,1 persen saja. Hal ini menunjukkan bahwa pasar memperoleh *abnormal return* yang negatif selama *windows period* pengumuman *right issue* selama 2001-2003. Hasil ini sejalan dengan temuan Kothare (1997) bahwa adanya pengumuman *right issue* telah menyebabkan harga saham bereaksi secara negatif dan akan mengalami penurunan. Hal ini karena pasar menangkap sinyal negatif bahwa perusahaan kurang sehat dan dana yang diperoleh dari *right issue* akan digunakan untuk membayar hutang yang telah jatuh tempo atau mendanai suatu proyek yang memiliki NPV nol atau justru negatif sehingga dipandang sebagai *bad news*. Disamping itu harga yang bereaksi negatif ini bisa juga dikarenakan kelebihan penawaran (*over suplay*) saham baru.

Adapun *mean* dari rata-rata *return* sesungguhnya yang diperoleh pasar (*actual return*) adalah -0.0014925 dengan simpangan baku yakni 0,0109177160 dan *mean* dari rata-rata *return* yang diharapkan pasar (*expected return*) adalah 0.000155091 dengan simpangan baku yang cukup kecil yaitu 0,00439484127 ini berarti bahwa ekpektasi investor terhadap pengumuman *right issue* lebih besar dari pada kenyataannya sehingga diperoleh *abnormal return* yang negatif.

Sementara *mean* dari rata-rata *bid-ask spread* adalah 0.077581273 dengan simpangan baku 0,0100361903. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum dengan nilai *bid-ask spread* yang cukup kecil ini menunjukkan bahwa para *dealer* cukup moderat mengantisipasi resiko kerugian akibat aksi ambil untung yang dilakukan para spekulan di seputar pengumuman *right issue* di BEJ.

4.3 Pengujian Hipotesis

Pada bagian ini akan diuraikan hasil pengujian hipotesis-hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, sebagai berikut:

4.3.1 Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini mengemukakan bahwa terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*. Untuk menguji hipotesis alternatif pertama ini maka perlu dilakukan uji t (*t-test*) untuk mendapatkan nilai t hitung kemudian dibandingkan dengan t tabel. Hipotesis alternatif ini kemudian diuji dengan pengujian dua sisi dan tingkat taraf nyata (*significant level*) sebesar 5%. Dalam pengujian tersebut, fokus pengamatan adalah pada nilai statistik t hitung yaitu apakah berada di daerah penerimaan H_0 atau sebaliknya berada dalam daerah penolakan H_0 . Apabila nilai t hitung menunjukkan nilai yang berada di antara -2.093 dan 2.093 ($-2.093 < t \text{ hitung} < 2.093$), maka H_0 dapat diterima atau H alternatif ditolak, yang berarti “tidak terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*”, sebaliknya apabila nilai t hitung yang diperoleh dari perhitungan menunjukkan nilai yang lebih kecil dari -2.093 atau lebih besar dari 2.093 ($t \text{ hitung} < -2.093$ atau $t \text{ hitung} > 2.093$), maka H_0 ditolak atau H alternatif diterima, yang berarti “terdapat rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.”

Hasil *t-test* dilakukan terhadap indikator rata-rata *bid-ask spread* harian saham selama *windows period*, secara rinci dapat ditunjukkan pada tabel 4.3 berikut ini.

Tabel 4.3
Hasil Uji Statistika *t-test* terhadap *Bid-Ask Spread* Harian Saham dari Tiap-Tiap Emiten yang Melakukan Pengumuman *Right Issue* di BEJ Selama *Windows Period*

Hari ke -	Rata-rata <i>BAS</i>	T hitung	T tabel	Sig. (2-tailed)	Keterangan
T-5	0.08967964	3.228	2.093	.004	Tolak Ho
T-4	0.089652795	3.189	2.093	.005	Tolak Ho
T-3	0.06121228	5.647	2.093	.000	Tolak Ho
T-2	0.075749195	3.534	2.093	.002	Tolak Ho
T-1	0.07615818	3.916	2.093	.001	Tolak Ho
T	0.080513525	4.214	2.093	.000	Tolak Ho
T+1	0.08274263	6.128	2.093	.000	Tolak Ho
T+2	0.07266218	5.669	2.093	.000	Tolak Ho
T+3	0.06782761	5.175	2.093	.000	Tolak Ho
T+4	0.090539505	4.144	2.093	.001	Tolak Ho
T+5	0.06665651	3.998	2.093	.001	Tolak Ho

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Setelah dibandingkan dengan nilai *t* tabel ($t(0.0025;19) = 2.093$), maka rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan adalah rata-rata *bid-ask spread* di seluruh hari dalam *windows period*. Hal ini menunjukkan bahwa selama *windows period* pengumuman *right issue* perlu diantisipasi oleh *dealer* yaitu dengan menaikkan *spread* guna mengantisipasi dan meminimalkan kerugian karena kemungkinan adanya aksi ambil untung yang dilakukan para spekulan akibat telah bocornya informasi pengumuman *right issue* tersebut ke publik. Sehingga hipotesis pertama diterima. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Sari (2001) yang menyatakan bahwa adanya *right issue* menghasilkan perbandingan yang semakin besar antara selisih harga penawaran saham baru dan harga pasar saham lamanya

4.3.2 Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis dua bertujuan untuk melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *bid-ask spread* sebelum pengumuman *right issue* dengan rata-rata *bid-ask spread* sesudah pengumuman *right issue*. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji beda dua rata-rata atau *Paired t-test* untuk sampel yang berpasangan. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut.

Tabel 4.4
Hasil Pengujian Statistik terhadap Rata-Rata *Bid-Ask Spread* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue*.

Periode	Rata-Rata <i>Bid-Ask Spread</i>	Standar Deviasi
Sebelum	0.078490418	0.005297570384746
Sesudah	0.076085687	0.004593764032341
Sebelum-Sesudah	0.002404731	0.005747551842308
Diuji apakah perbedaannya signifikan atau tidak		
t-hitung	0.418	
Nilai Probabilitas (p-value)	0.697	
t-tabel (0,025;8)	+/- 2.306	

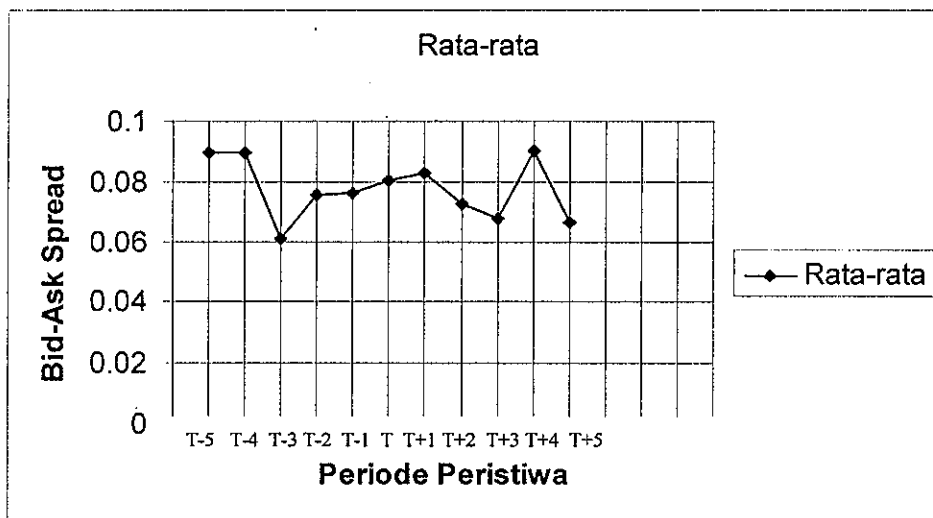
Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Hasil pengujian menunjukkan nilai t hitung sebesar 0,418 dengan nilai probabilitas 0,697. Hasil pengujian ini memiliki arti bahwa seluruh sampel emiten yang diteliti ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *bid-ask spread* sebelum dengan rata-rata *bid-ask spread* sesudah pengumuman *right issue*, karena nilai t hitung di antara t tabel dan nilai probabilitas melebihi tingkat signifikansi 5 %. Meski tidak berbeda secara signifikan, rata-rata *bid-ask spread* sesudah pengumuman *right issue* lebih rendah daripada rata-rata *bid-ask spread* sebelum pengumuman *right issue*. Dengan demikian hipotesis kedua ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa di pasar modal Indonesia secara statistik rata-rata *dealer*

menunjukkan tingkat kewaspadaan yang sama dalam mengantisipasi adanya resiko ataupun *cost* transaksi yang terjadi di seputar pengumuman *right issue* sehingga diharapkan tidak ada spekulasi akan melakukan aksi ambil untung untuk memperoleh abnormal return yang signifikan. Temuan ini justru bertentangan dengan temuan Kothare (1997) yang menyatakan bahwa adanya informasi *right issue* menyebabkan terjadinya peningkatan dalam aktivitas *spread* dan juga bertentangan dengan temuan Sari (2001) yang menyatakan bahwa adanya *right issue* menimbulkan aktivitas *spread* yang semakin besar yang dapat menimbulkan reaksi pasar yang positif terhadap harga setelah *cum date*.

Perilaku dan gambaran *bid-ask spread* selama *windows period* pengumuman *right issue* di tahun 2001- 2003 dipaparkan dalam gambar 4.1 berikut ini.

Gambar 4.1
Pergerakan Rata-Rata *Bid-Ask Spread* 20 Emiten Sampel Selama *Windows Period* Pengumuman *Right Issue* Tahun 2001- 2003



Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Meski dari hasil *Paired t-test* diketahui bahwa secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *bid-ask spread* sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman *right issue*, gambar 4.1 menunjukkan bahwa terjadi penurunan rata-rata *bid-ask spread* yang tajam pada T-3 setelah sebelumnya pada T-5 dan T-4 menduduki rata-rata yang stabil. Setelah itu, terjadi peningkatan sampai dengan T +1. Peningkatan ini diduga karena *dealer* ingin melindungi dirinya dari kerugian akibat informasi tentang pengumuman *right issue* telah bocor ke publik atau ketika bertransaksi dengan *information trader*, sehingga *dealer* menanggung *information cost* yang ada dengan menaikkan *spread*. Dengan adanya peningkatan *spread* tersebut maka resiko juga akan semakin besar dan dari keadaan tersebut akan mengakibatkan penurunan volume perdagangan sehingga likuiditas akan turun. Bisa diartikan bahwa peristiwa pengumuman *right issue* adalah suatu peristiwa yang dipersepsikan negatif (*bad news*) oleh para pelaku pasar. Hal ini konsisten dengan yang dikemukakan Stoll (1978), Howe dan Lin (1992) bahwa adanya distribusi informasi yang tidak merata, salah satunya tentang pengumuman *right issue*, akan mengakibatkan adanya ketidakseimbangan informasi bagi *dealer* dan partisipan lainnya di pasar modal yang tercermin pada tingginya *spread* yang merupakan *cost* informasi yang harus ditanggungnya. Semakin tinggi tingkat asimetri informasi, maka semakin tinggi pula aktivitas *spread* di bursa dan begitu pula sebaliknya.

Setelah perusahaan memberikan informasi kepada pasar melalui pengumuman publik, arus informasi tersebut akan diterima oleh seluruh pelaku pasar baik investor maupun *dealer*. Hal tersebut berakibat terjadinya penurunan

asimetri informasi dan kemudian akan menurunkan *bid-ask spread*, dan terbukti setelah hari pengumuman, rata-rata *bid-ask spread* mengalami penurunan sampai T+3 dan selanjutnya meningkat lagi pada T+4 serta turun lagi pada T+5. Hal ini konsisten dengan teori yang dikemukakan Stoll (1978), Howe & Lin (1992) bahwa semakin rendah tingkat asimetri informasi, maka semakin turun pula aktivitas *spread* di bursa.

4.3.3 Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis tiga mengatakan bahwa terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*. Untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis tersebut dilakukan pengamatan dan analisis terhadap perilaku pergerakan rata-rata *abnormal return* harian saham selama *windows period* pengumuman *right issue* dengan *event study* dan metode analisis statistik *t-test*.

T-test dilakukan untuk menguji apakah terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*. Untuk keperluan kegiatan pengamatan analisis dengan metode uji beda rata-rata, telah ditentukan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) yang digunakan sebagai berikut :

H_0 : Tidak terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

H_a : Terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

Hipotesis-hipotesis di atas, kemudian diuji secara statistik dengan *t-test*, pengujian dengan dua sisi dan tingkat taraf nyata (signifikan level) sebesar 5%. Dalam pengujian hipotesis tersebut, fokus pengamatan adalah pada nilai *t* hitung apakah berada di dalam daerah penerimaan H_0 , atau sebaliknya berada dalam daerah penolakan H_0 . Apabila nilai *t* hitung menunjukkan nilai yang berada di antara - 2.093 dan 2.093 ($-2.093 < t \text{ hitung} < 2.093$), maka H_0 dapat diterima, yang berarti “tidak terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*”, sebaliknya apabila nilai *t* hitung yang didapat dalam perhitungan menunjukkan nilai yang lebih kecil dari - 2.093 atau lebih besar daripada 2.093 ($t \text{ hitung} < -2.093$ atau $t > 2.093$), maka H_0 ditolak dan H_a diterima, yang berarti “terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*”.

Hasil *t-test* yang dilakukan terhadap indikator rata-rata *abnormal return* harian saham dari tiap-tiap emiten yang melakukan pengumuman *right issue* di BEJ selama periode pengamatan, secara rinci dapat ditunjukkan pada tabel 4.5 berikut ini :

Tabel 4.5

Hasil Uji Statistika *t-test* terhadap *Abnormal Return* Harian Saham dari Tiap-Tiap Emiten yang Melakukan Pengumuman *Right Issue* di BEJ Selama *Windows Period*

Hari ke-	Rata-rata	T hitung	T tabel	Sig. (2-tailed)	Keterangan
T-5	-0.000723205	-0.092	2.093	0.927	Terima Ho
T-4	0.005645155	0.511	2.093	0.615	Terima Ho
T-3	-0.010064085	-1.261	2.093	0.222	Terima Ho
T-2	-0.018875085	-1.805	2.093	0.086	Terima Ho
T-1	-0.00165999	-0.085	2.093	0.933	Terima Ho
T	-0.00131174	-0.115	2.093	0.909	Terima Ho
T+1	0.01552869	1.974	2.093	0.063	Terima Ho
T+2	0.00702809	0.931	2.093	0.363	Terima Ho
T+3	-0.00699481	-0.936	2.093	0.360	Terima Ho
T+4	-0.01733044	-1.778	2.093	0.091	Terima Ho
T+5	0.01063408	0.768	2.093	0.451	Terima Ho

Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Setelah dibandingkan dengan nilai t tabel ($t(0.0025;19) = 2.093$), maka H_0 diterima dan H_a ditolak yang berarti “tidak terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*. Dengan demikian, hipotesis tiga yang menyatakan “terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*” dapat ditolak. Temuan ini mendukung pendapat Jogianto (1998) tentang pengujian kandungan informasi dan kecepatan reaksi pasar atas suatu pengumuman sehingga dapat disimpulkan bahwa pengumuman *right issue* secara statistik terbukti tidak mengandung informasi karena tidak memberikan *abnormal return* yang signifikan dan juga secara statistik terbukti bahwa pasar modal di Indonesia merupakan efisien bentuk setengah kuat karena tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* yang signifikan karena adanya informasi yang diumumkan (Jogianto, 1998). Tetapi, temuan ini bertentangan dengan temuan Sari (2001) yang menyatakan bahwa pada *short*

event window right issue, terdapat *abnormal return* (negatif) yang signifikan yang artinya peristiwa *right issue* direspon pasar secara negatif.

Tidak terdapatnya rata-rata *abnormal return* harian saham yang secara statistik signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue* tersebut juga bisa disebabkan karena munculnya efek saling menghilangkan yang terjadi pada saat perhitungan rata-rata *abnormal return* harian saham dari tiap-tiap sampel emiten yang melakukan pengumuman *right issue* di BEJ dimana pada satu emiten ditemukan *abnormal return* positif misalnya pada T-2 terdapat *abnormal return* sebesar 0,0272432 dari PT. Berlian Laju Tanker Tbk., dan pada emiten lain ditemukan *abnormal return* negatif misalnya, juga pada T-2 terdapat *abnormal return* sebesar -0,008518 dari PT. Zebra Nusantara Tbk. Untuk informasi selengkapnya dapat dilihat pada lampiran.

Pengumuman *right issue* untuk beberapa perusahaan dipandang oleh para investor akan memberikan gambaran proseppek yang positif terhadap kegiatan investasi pada saham perusahaan-perusahaan tersebut, sedangkan beberapa perusahaan yang lain, pengumuman *right issue* telah memberikan gambaran prospek investasi saham yang kurang menguntungkan. Dengan adanya dua pandangan yang berlawanan tersebut, maka pada rentang waktu pengamatan yang sama, akan dihasilkan dua kelompok nilai *abnormal return* dari berbagai saham yang ada di pasar modal. Pada satu kelompok saham, akan di dapat *abnormal return* yang positif, dan pada kelompok saham yang lain akan di dapat *abnormal return* yang negatif. Kedua macam *abnormal return* tersebut, apabila dihitung rata-ratanya secara keseluruhan akan menimbulkan efek yang saling

menghilangkan sehingga tidak ditemukan adanya *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*.

Selanjutnya, meskipun secara statistik tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan tetapi bila dilihat pada tabel rata-rata *abnormal return* di atas dapat diketahui bahwa *rata-rata abnormal return* selama *windows period* berfluktuasi baik itu sebelum maupun sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa pada umumnya harga saham perusahaan yang melakukan *right issue* akan mengalami fluktuasi sejak *right issue* tersebut dipublikasikan/diumumkan, dan pada saat *ex right date*. Kemudian, bila kondisi pasar modal minimal *semi-strong efficiency*, maka pada saat *effective date (right issue* suatu perusahaan pada saat diumumkan) harga saham perusahaan yang bersangkutan akan mengalami perubahan tergantung pada persepsi pemodal terhadap penggunaan dana yang dikumpulkan perusahaan lewat *right issue* tersebut. Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa pengumuman *right issue* sudah direspon secara negatif tiga hari sebelum *effective date*-nya dan terus berlanjut sampai *effective date* itu sendiri. Dimana *abnormal return* pada hari-hari tersebut adalah negatif dimana pada T-3 sebesar (-0.010064085) dan pada T sebesar (-0.00131174). Hal ini menunjukkan bahwa persepsi pemodal berubah menjadi negatif dengan adanya informasi pengumuman *right issue*.

4.3.4. Pengujian Hipotesis 4

Hipotesis empat yang diajukan dalam penelitian ini menyatakan adanya dugaan bahwa “rata-rata *abnormal return* sebelum (T -5 sampai dengan T -1) dan sesudah pengumuman *right issue* (T +1 sampai dengan T +5) berbeda secara

signifikan". Hipotesis keempat diuji dengan menggunakan uji beda dua rata-rata dimana proses komputasinya memanfaatkan bantuan aplikasi SPSS 11 *Paired t-test* dan hasilnya disajikan pada tabel 4.6 di bawah ini.

Tabel 4.6
Hasil Pengujian Statistik *Paired t-test* terhadap Rata-Rata *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman *Right Issue*.

Periode	Rata-Rata <i>Abnormal Return</i>	Standar Deviasi
Sebelum	-0.005135442	0.004247570983596
Sesudah	0.001773122	0.006071118632533
Sebelum-Sesudah	-0.006908564	0.003085010955907
Diuji apakah perbedaannya signifikan atau tidak		
t-hitung	-2.239	
Nilai Probabilitas (p-value)	0.089	
t-tabel (0,025;8)	+/- 2.306	

Sumber: Data sekunder diolah , 2004

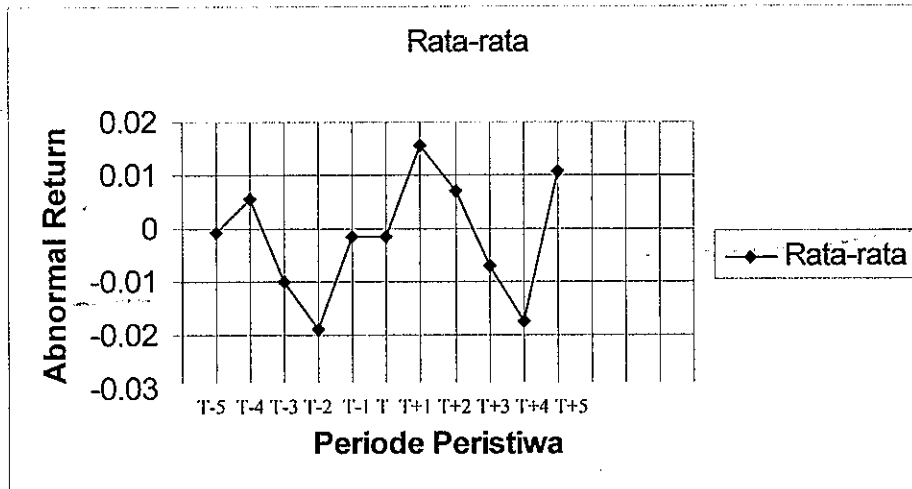
Tabel 4.6 menginformasikan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara **sebelum** dan **sesudah pengumuman right issue** karena nilai t hitung = -2.239 lebih kecil dari nilai t-tabel = - 2.306 dengan *p-value* sebesar 0.089. Meski rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa lebih rendah dibandingkan sesudah terjadinya pengumuman *right issue*. Hasil *Paired t-test* untuk rata-rata *abnormal return* ini membuktikan bahwa hipotesis yang menyatakan adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* ditolak. Temuan ini juga konsisten dengan temuan Budiarto (1999) yang menyatakan bahwa tidak ditemukan perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* pada tanggal pengumuman dibandingkan

dengan *abnormal return* pada hari sebelum pemumuman, serta *abnormal return* pada hari pengumuman dengan hari sesudah pengumuman. Tetapi bertolak belakang dengan temuan Sari (2001) yang menyatakan bahwa terjadi variasi (perbedaan) rata-rata *abnormal return* selama *long event windows right issue*.

Tidak adanya perbedaan yang signifikan ini juga mendukung pendapat Jogianto (1998) tentang pengujian kandungan informasi dan kecepatan reaksi pasar atas suatu pengumuman sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia adalah secara statistik efisien bentuk setengah kuat karena adanya pengumuman *right issue* direspon pasar dalam waktu yang cepat untuk menuju angka keseimbangan baru. Hal ini juga secara statistik memperkuat dugaan bahwa informasi *right issue* memang tidak mempunyai kandungan informasi atau sinyal tertentu yang dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan transaksi di atas keputusan yang normal. Selain itu tidak adanya perbedaan yang signifikan secara statistik antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* memperkuat dugaan sebelumnya bahwa pasar modal di Indonesia khususnya di BEJ secara keseluruhan telah mengantisipasi adanya informasi *right issue*, yang menyebabkan tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* (Budiarto, 1999).

Gambaran perilaku rata-rata *abnormal return* pada *windows period* melalui pendekatan *market-adjusted model* disajikan pada gambar 4.2 di bawah ini.

Gambar 4.2
Pergerakan Rata-Rata *Abnormal Return* 20 Emiten Sampel Selama *Windows Period* Pengumuman *Right Issue* Tahun 2001- 2003



Sumber: Data sekunder diolah, 2004

Meskipun secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan dari rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* dapat diketahui bahwa setelah dilakukannya pengumuman *right issue*, rata-rata *abnormal return* lebih besar yaitu nilainya sebesar 0.001773122 dari pada saat *event date* (tanggal pengumuman) yang nilainya hanya sebesar -0.00131174 (dari tabel 4.5). Gambar 4.2 di atas menjelaskan perilaku *abnormal return* di seputar pengumuman *right issue* bahwa rata-rata *abnormal return* menurun menjadi negatif dari T-4 ke T-2 karena informasi pengumuman *right issue* diduga telah bocor sehingga banyak spekulasi yang melakukan *short selling* yaitu aksi melepas saham ketika harga tinggi yang menyebabkan terjadinya penurunan harga yang menghasilkan *abnormal return* negatif pada T-3 dan T-2 tersebut. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa bila kondisi pasar modal minimal *semi-*

strong efficiency, maka pada saat *effective date* (*right issue* suatu perusahaan pada saat diumumkan) harga saham perusahaan yang bersangkutan akan mengalami perubahan tergantung pada persepsi pemodal terhadap penggunaan dana yang dikumpulkan perusahaan lewat *right issue* tersebut. Berhubung informasi telah bocor, maka dari grafik di atas dapat diketahui bahwa pengumuman *right issue* direspon secara negatif tiga hari sebelum *effective date*-nya dan terus berlanjut sampai *effective date* itu sendiri. *Abnormal return* pada hari-hari tersebut adalah negatif dimana pada T-3 sebesar (-0.010064085) dan pada T sebesar (-0.00131174). Hal ini menunjukkan bahwa persepsi pemodal berubah menjadi negatif dengan adanya informasi pengumuman *right issue*.

Pada T-2 diduga para spekulasi mulai membeli kembali karena harga pada titik yang rendah dan untuk memperoleh kesempatan mendapat penjatahan *right* yang lebih banyak ketika pelaksanaan *right issue*. Kemudian, diduga juga karena banyak yang melaksanakan aksi beli maka *abnormal return* naik pada T-1 dan stabil sampai hari pengumuman atau T dan naik lagi pada T+1 yang dimungkinkan terjadi aksi beli saham baru dari *right issue* karena *trading date*-nya biasanya satu hari setelah *announcement date*-nya contoh pada PT. Bank Buana Indonesia Tbk., *announcement date*-nya 12 September 2002 dan *trading date*-nya 13 September 2002. Selanjutnya *abnormal return* bergerak turun pada T +2 dan menjadi negatif pada T +3 sampai T+4 yang diduga banyak yang melakukan aksi jual dari pemilik saham lama yang telah memperoleh *right* supaya dibeli oleh investor baru dengan harapan perusahaan yang melakukan *right issue* berprospek bagus, selanjutnya *abnormal return* naik lagi menjadi positif pada

T+5. Fenomena tersebut sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa pada umumnya harga saham perusahaan yang melakukan *right issue* akan mengalami fluktuasi sejak *right issue* tersebut dipublikasikan/diumumkan, dan pada saat *ex right date*

Abnormal return positif menunjukkan bahwa *actual return* lebih besar daripada *expected return*. Sedangkan *abnormal return* negatif mengindikasikan bahwa *actual return* lebih kecil dari return yang diharapkan oleh para pelaku pasar. Berdasarkan gambar 4.2 maka dapat dijelaskan bahwa para investor memperoleh *return* saham yang lebih tinggi daripada return pasar pada T-4, T +1, T+2, dan T +5. Sedangkan pada T -5, T -3, T -2, T -1, T , T+3, dan T +4 para investor memperoleh *return* saham di bawah *return* pasar atau dengan kata lain *return* yang sesungguhnya terjadi lebih kecil dari *return* yang diekspektasi oleh para pelaku pasar.

BAB V
KESIMPULAN, IMPLIKASI KEBIJAKAN,
KETERBATASAN, DAN SARAN

Pada bab ini akan diuraikan mengenai kesimpulan-kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil analisis data. Kesimpulan-kesimpulan tersebut terutama mengacu pada hasil pengujian hipotesis dan perumusan masalah penelitian ini. Bagian keterbatasan mengungkapkan kekurangan atau kelemahan yang ditemukan dalam penelitian ini di mana keterbatasan-keterbatasan penelitian ini menjadi rujukan bagi saran-saran untuk penelitian di masa yang akan datang.

5.1 Kesimpulan

Kesimpulan-kesimpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini merupakan pembaharuan dari penggabungan beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan Stoll (1978), Sheehan dkk. (1997), Kothare (1997), Budiarto (1999), Puji Harto (2001) dan Sari (2001) sehingga didapatkan lebih banyak ide, dukungan pustaka, variabel dan metode analisis yang digunakan. Keistimewanya terletak pada periode pengamatan yang lebih bersifat kekinian dari penelitian sebelumnya yaitu antara tahun 2001-2003, selanjutnya pada *cut off* dari *event* yang digunakan yaitu pengumuman *right issue* sebagai *event date*-nya (sebagaimana yang hanya digunakan oleh Budiarto, 1999), menggunakan analisis *event study* (seperti dalam penelitian Budiarto, 1999; Sari, 2001; dan Sheehan dkk., 1997), dan alat analisis *t-test* (sebagaimana dalam

Budiarto, 1999; Puji Harto, 2001) disamping itu pula pada variabel yang digunakan (*bid-ask spread* sebagaimana dalam Stoll, 1978; Kothare, 1997; Sari, 2001 dan *abnormal return* sebagaimana dalam Budiarto, 1999; Sari, 2001) dan hipotesis yang diajukan (hipotesis pertama dan kedua sebagaimana dalam Stoll, 1978; Kothare, 1997; Sari, 2001 dan hipotesis ketiga dan keempat sebagaimana dalam Budiarto, 1999; Sari, 2001).

2. Dari hasil analisis data, setelah dibandingkan dengan nilai t tabel ($t_{(0.0025;19)} = 2.093$, maka rata-rata *bid-ask spread* harian saham yang signifikan adalah rata-rata *bid-ask spread* di seluruh hari dalam *windows period*. Sehingga hipotesis pertama diterima. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian Sari (2001) yang menyatakan bahwa adanya *right issue* menghasilkan perbandingan yang semakin besar antara selisih harga penawaran saham baru dan harga pasar saham lamanya.
3. Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan nilai t hitung sebesar 0,418 dengan nilai probabilitas 0,697. Hasil pengujian ini memiliki arti bahwa seluruh sampel perusahaan yang diteliti ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *bid-ask spread* sebelum dengan rata-rata *bid-ask spread* sesudah pengumuman *right issue*, karena nilai t hitung di antara t tabel dan nilai probabilitas melebihi tingkat signifikansi 5 %. Dengan demikian hipotesis kedua ditolak. Temuan ini bertentangan dengan yang dinyatakan oleh Kothare (1997) bahwa ada peningkatan *bid-ask spread* sesudah pengumuman meski dalam penelitian ini peningkatannya tidak signifikan

4. Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa setelah dibandingkan dengan nilai t tabel ($t(0.0025;19) = 2.093$), nilai t hitung adalah di antara -2.093 dan 2.093 , yang berarti tidak terdapat rata-rata *abnormal return* harian saham yang signifikan di BEJ selama *windows period* pengumuman *right issue*. Sehingga temuan ini mendukung pendapat Jogianto (1998) bahwa pengumuman *right issue* secara statistik terbukti tidak mengandung informasi dan secara statistik terbukti bahwa pasar modal di Indonesia merupakan efisien bentuk setengah kuat. Munculnya efek saling menghilangkan akibat perbedaan respon pasar terhadap pengumuman *right issue* dimana di satu sisi dipandang *good news* dan sisi lain dipandang sebagai *bad news* pada periode yang sama juga dapat menyebabkan ditolaknya hipotesis satu ini.
5. Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa setelah dibandingkan dengan nilai t tabel ($t(0.0025;8) = \pm 2.306$), nilai t hitung berada di antara -2.306 dan 2.306 yaitu sebesar -2.239 dengan nilai probabilitas sebesar 0.089 , meski rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa lebih rendah dibandingkan sesudah terjadinya pengumuman *right issue*. Hasil uji t untuk rata-rata *abnormal return* ini membuktikan bahwa hipotesis keempat yang menyatakan adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *pengumuman right issue* ditolak. Temuan ini juga konsisten dengan temuan Budiarto (1999) yang menyatakan bahwa tidak ditemukan perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* pada tanggal pengumuman dibandingkan dengan

abnormal return pada hari sebelum pengumuman, serta *abnormal return* pada hari pengumuman dengan hari sesudah pengumuman.

Temuan ini juga memperkuat pendapat Jogianto (1998) tentang pengujian kandungan informasi dan kecepatan reaksi pasar atas suatu pengumuman sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia adalah secara statistik efisien bentuk setengah kuat karena dan informasi *right issue* memang tidak mempunyai kandungan informasi atau sinyal tertentu yang dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan transaksi di atas keputusan yang normal serta memperkuat dugaan sebelumnya bahwa pasar modal di Indonesia khususnya di BEJ secara keseluruhan telah mengantisipasi adanya informasi *right issue*, yang menyebabkan tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* (Budiarto, 1999).

5.2 Implikasi Kebijakan

Implikasi dari hasil penelitian ini adalah:

1. Hasil penelitian ini menunjukkan di pasar modal khususnya di BEJ, adanya pengumuman *right issue* telah diantisipasi oleh *dealer* dengan menentukan rata-rata *spread* yang secara statistik signifikan dan tidak berbeda selama *windows period*. Sehingga selama *windows period* ini juga tidak ada investor yang mendapatkan rata-rata *abnormal return* yang secara statistik signifikan. Hal ini dapat menjadi masukan dimasa mendatang bahwa *dealer* perlu terus melakukan antisipasi terhadap resiko

transaksi di seputar aksi korporasi di bursa termasuk pengumuman *right issue*.

2. Bagi seluruh investor, dengan ditolaknya hipotesis 3 dan 4, dapat disimpulkan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi bagi investor dan tidak dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan keputusan investasi. Sehingga di seputar tanggal pengumuman, investor tidak akan memperoleh *abnormal return* yang besar dan berbeda secara signifikan.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan-keterbatasan yang ditemukan dalam penelitian ini antara lain:

1. *Abnormal return* hanya dihitung dengan menggunakan metode model pasar yang disesuaikan (*market-adjusted model*). Terdapat metode lain untuk menghitung *abnormal return*, yaitu model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) dan model model pasar (*market model*). Penggunaan metode yang berbeda-beda dalam satu penelitian memungkinkan dilakukannya komparasi untuk memilih metode penghitungan *abnormal return* yang paling akurat.
2. Dalam penelitian ini, analisis dengan uji beda atau *t-test* terhadap *bid-ask spread* dan *abnormal return* dari para emiten tidak dikelompokkan berdasarkan sektor yang sama atau sejenis dan berdasarkan kinerja mereka. Sehingga terjadi efek yang menghilangkan yaitu di satu emiten terdapat

abnormal return positif dan pada emiten lain terdapat *abnormal return* negatif pada hari-hari yang sama di *windows period*.

5.4 Saran-Saran

Keterbatasan-keterbatasan penelitian ini sebagaimana telah dipaparkan di atas menjadi dasar agenda penelitian di masa yang akan datang. Oleh karena itu, saran-saran bagi penelitian mendatang adalah sebagai berikut:

1. Penentuan *abnormal return* hendaknya menggunakan lebih banyak metode, selain model pasar yang disesuaikan (*market-adjusted model*), juga model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) dan model pasar (*market model*) dan metode indeks berganda juga bisa ditambahkan untuk memeriksa konsistensi hasil perhitungan *abnormal return*.
2. Supaya analisis dengan uji beda atau *t-test* lebih akurat terhadap *bid-ask spread* dan *abnormal return* dan untuk menghilangkan efek yang saling menghilangkan, sebaiknya para emiten dikelompokkan berdasarkan sektor yang sama atau sejenis dan berdasarkan kinerja mereka.
3. Dalam penentuan *bid-ask spread*, supaya dapat digunakan nilai yang lain dari penelitian ini yaitu dari nilai *highest bid* dan *highest ask* dalam satu hari perdagangan, atau nilai *bid* dan *ask* pada pembukaan perdagangan harian.
4. Supaya dilakukan analisis dengan uji beda atau *t-test* terhadap tiap-tiap emiten tidak secara rata-rata sebagaimana penelitian ini dan penelitian sebelumnya sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih detail.

DAFTAR REFERENSI

- Alam, Syamsu.1994. Dampak *Right Issue* terhadap Kemakmuran Pemegang Saham di Bursa Efek Jakarta Periode Amatan 1993. *Laporan Intership, Tidak dipublikasikan*. Program Studi Magister Manajemen UGM, Program Studi Magister Manajemen UGM, Yogyakarta.
- Asquith, P. and David W. Mullins, 1986., Equity Issue and Offering Dilution, *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol.15.
- Arikunto, Suharsimi. 2002. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*. Jakarta : Rineka Cipta
- Barclay, Michael J. and Robert H. Litzengerger. 1988. Announcement Effect of New Equity Issue and The Use of Intraday Prices. *Journal of Financial Economics (JFE)*. Vol 21.
- Berenson, M.L., Levine D.M., and Rindskopf D. 1988. *Applied Statistic : A First Course*. New Jersey : Prentice Hall.
- Budiarto, Arief., dan Zaki Baridwan. 1999. Pengaruh Pengumuman *Right Issue* terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1996. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.2. Hal 91 – 116.
- Bursa Efek Jakarta. 1995. Himpunan Peraturan Pasar Modal Indonesia : Lembar Negara Republik Indonesia, No.8, Tahun 1995, Tentang Pasar Modal. .Hal.1-106.Jakarta
- Brigham, Eugene F. and Gapenski, Louis C. 1993. *Intermediate Financial Management*. Fourth Edition. The Dryden Press.
- Conroy, R.M., Harris, R.S., and Benet, B. A. 1990. The Effects of Stocks Splits on Bid-Ask Spread. *Journal of Finance*. Vol.XLV. pp.1285-1295.
- Subagyo, Pangestu., Djarwanto Ps. 2000. *Statistik Induktif*. Yogyakarta: BPFE.
- Fama, E.F., L. Fisher, M.C. Jensen, and R. Roll. 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*. Vol X. pp. 1-21.

- Giri, Efraim F. 1997. Pengaruh Kebijakan Perubahan Dividen dan Variabel-Variabel Penjelas terhadap Informasi Asimetris yang Diukur dengan Besarnya *Bid-Ask Spread*. Thesis. Tidak Dipublikasikan. Universitas Gajah Mada.
- Glostein, Lawrence and Paul Milgrom. 1985. Bid Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics* 14. pp.71-100.
- Greenstein, M.M. and H. Semi. 1994. The Impact of The SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spread. *The Accounting Review* 69. pp.179-199.
- Hamilton, J.L.1991. The Dealer and Market Concept of Bid Ask Spread: A Comparison for NASDAQ Stock. *Journal of Finance Research*. Vol. XIV.pp.129-139
- Hanafi, Mahmud. 1997. Informasi Laporan Keuangan: Studi Kasus Pada Emiten di Bursa Efek Jakarta, *KELOLA*. Gajah Mada University Business Review. No. 16/VI/1997. pp.74-87.
- Howe, J.S. and Ji-Chai Lin. 1992. Dividend Policy and The Bid-Ask Spread : An Empirical Analysis. *Journal of Financial Research*. Vol XV.pp. 1-10.
- Husnan, Suad., 1991, Perilaku Harga Saham di Pasar Perdana : Pengumuman di BEJ Selama 1990. *Manajemen dan Usahawan*. November. pp.25-31.
- _____. 1994. Investasi di Pasar Modal Indonesia, Perkembangan, Kecenderungan, Kebutuhan dan Prospek. *Kelola*. Yogyakarta: MM UGM. No. 11/V/1996.
- Husnan, Suad., Mahmud M. Hanafi., Amin Wibowo. 1996. Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan. *Kelola.Gajah Mada University Business Review*. No. 11/VI/1996.pp.110-125
- Indriantoro, Nur., dan Bambang Supomo. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE
- Jaffe, J.F., dan Winkler R.L 1976. Optimal Speculation Against an Efficient Market. *Journal of Financial* 31. pp.49-61.
- Jogianto, H.M. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.

- Kothare, M. 1997. The Effect of Equity Issues on Ownership Structure and Stock Liquidity : A Comparison of Right and Public Offerings. *Journal of Financial Economics* (JFE).Vol.1.pp.131-148
- Kritzman, Mark P. 1994. What Practitioners Need to Know About Event Studies. *Financial Analyst Journal*, November-Desember, pp.17-20.
- MacKinlay, A. Craig. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol XXXV (March), pp. 13-39.
- Marston, Felicia. 1996. Differences in Information and Common Stock Return : Estimation Risk or Unequal Distribution of Information? *The Financial Review*. November. pp.831-857.
- Peterson, Pamela P. 1989. Event Study: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Summer. Vol 28 No.3.pp.36-66
- Puji Harto.2001. Analisis Kinerja Perusahaan Yang Melakukan *Right Issue* di Indonesia. *Makalah dalam Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Prima Yusi Sari.2001. Analisis Pengaruh *Right Issue* Terhadap Return Saham Setelah *Cum Date*. *Makalah dalam Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Santoso & Tjiptono. 2001. *Riset Pemasaran, Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*. Jakarta: Elex Media Komputindo,
- _____. 1989. Inferring The Components of The Bid-Ask Spread : Theory and Empirical Test. *Journal of Finance*. Vol XLIV. pp. 115-134.
- Stoll, Hans. R. 1978. The Supply of Dealer Services in Securities Market. *Journal of Finance*. Vol.33. No.4. pp.1113-1151
- Strong, Norman. 1992. Modelling Abnormal Return : A Review Article. *Journal of Business Finance and Accounting*. June. pp. 533-553.
- Sheehan et al. 1997. Seasonal Stock Offering and the Bid Ask Spread. *Working Paper*. Penn State University.
- Westerfield, R.W., and Ross, S.A., 1988. *Corporate Finance*. Time Mirror/Mosby Collage Publishing