

**ANALISIS DAMPAK PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE*  
TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM DAN  
LIKUIDITAS SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA  
DENGAN MENGGUNAKAN METODE  
*MEAN ADJUSTED MODEL*  
( PERIODE 2000 – 2002 )**



**TESIS**

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

**Oleh :  
MEYTIA MUTIARA  
NIM. C4A002291**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2004**



## *Sertifikasi*

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

Meytia Mutiara

Oktober 2004

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :  
**ANALISIS DAMPAK PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE*  
TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM DAN  
LIKUIDITAS SAHAM DI BURSA EFEK JAKARTA  
DENGAN MENGGUNAKAN METODE *MEAN  
ADJUSTED MODEL ( PERIODE 2000 – 2002 )***

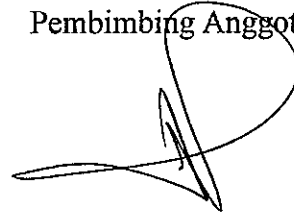
yang disusun oleh Meytia Mutiara, SE, NIM C4A002291  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada Oktober 2004  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. Mulyo Haryanto, MSi

Pembimbing Anggota

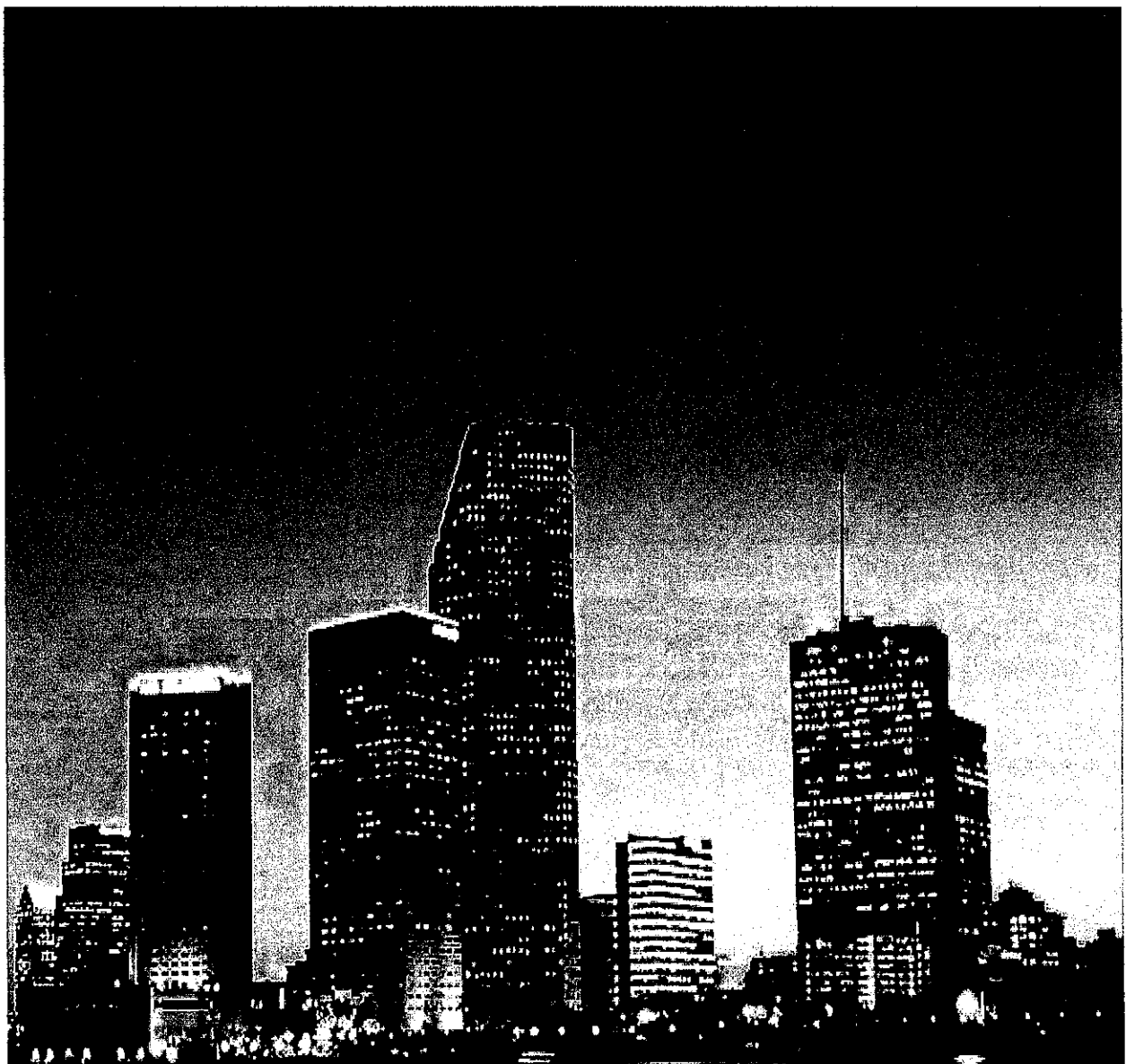


Drs. Susilo Toto R, MT

Semarang, Oktober 2004  
Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen  
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo



"Bacalah, dan Tuhanmulah Yang Paling Pemurah,  
yang mengajar manusia dengan perantaraan kalam.  
Dia mengajar kepada manusia apa yang tidak diketahuinya."

(Al-Alaq 3-5.)

*Tesis ini kupersembahkan untuk yang Tercinta dan Tersayang,  
Mamah, Papah, Suamiku dan Baby Aisha*

## ***ABSTRACT***

The purpose of this research is to investigate the information content of right issue. This research is an event study, which observed the abnormal return and trading volume activity five days before, at the day, and five days after the date of right issue announcement.

This research based on the secondary data collected from Jakarta Stock Exchange ( JSX ). As much as 22 firms listed in the Jakarta Stock Exchange were taken as sample using purposive sampling method, divided into 10 samples good news stocks and 12 bad news stocks. The sample consisted of the firms that publish during 3 years in 2000 – 2002. the data used in this study were the name of firms which announced right issue, daily closing price, daily stock volume, and share trade.

The statistic method used to test hypothesis 1 and 2 is Paired Sample T-test and hypothesis 3 and 4 is Wilcoxon test because the data is abnormal. Meanwhile the model that used to determine expected return is Mean Adjusted Model.

The result of this research indicates that no significant differences among abnormal return before and after the right issue announcement day, whether for good news or bad news. Another result of this research indicates that no significant differences among trading volume activity before and after the right issue announcement day, whether for good news or bad news. This means that the right issue announcement has no information contents.

**Key Words :** *abnormal return, event study, mean adjusted model, paired sample t-test, right issue, trading volume activity, dan wilcoxon test.*

## ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti kandungan informasi *right issue*. Penelitian ini menggunakan *event study*, dimana dilakukan pengamatan periode jendela terhadap *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham selama 5 hari sebelum tanggal pengumuman, 1 hari saat pengumuman, dan 5 hari setelah tanggal pengumuman *right issue*.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta ( BEJ ). Sebanyak 22 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta diambil sebagai sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yang terdiri dari 10 sampel untuk saham *good news* dan 12 sampel untuk saham *bad news*. Sampel tersebut adalah perusahaan yang mengeluarkan *right issue* selama 3 tahun pada periode 2000 – 2002. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data nama perusahaan yang mengumumkan *right issue*, data harga saham harian, data volume perdagangan saham harian dan data jumlah saham yang beredar.

Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis 1 dan 2 adalah uji *Paired Sample T-Test* dan untuk hipotesis 3 dan 4 menggunakan uji *Wilcoxon* karena data tidak berdistribusi normal. Model yang digunakan untuk menentukan return estimasi dalam penelitian ini adalah *Mean Adjusted Model*.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan *abnormal return* untuk saham *good news* maupun *bad news* pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hasil lain pada penelitian ini mengindikasikan bahwa aktivitas volume perdagangan saham untuk saham *good news* maupun untuk saham *bad news* juga tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada saat sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini berarti bahwa pengumuman *right issue* tidak memiliki kandungan informasi.

Kata Kunci : *abnormal return, event study, mean adjusted model, paired sample t-test, right issue, trading volume activity, dan wilcoxon test.*

## Kata Pengantar

Assalaamu'alaikum Wr. Wb.

Puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, yang telah memberikan rahmat, taufik dan hidayah-Nya sehingga tesis dengan judul "**Analisis Dampak Pengumuman *Right Issue* Terhadap *Abnormal Return* Saham dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Dengan Menggunakan Metode *Mean Adjusted Model* ( Periode 2000 – 2002 )**" ini dapat diselesaikan dengan baik. Penulisan tesis ini merupakan salah satu persyaratan yang harus dipenuhi untuk memperoleh gelar Magister Manajemen di Universitas Diponegoro Semarang.

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

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

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Drs. Mulyo Haryanto, MSi, selaku Pembimbing Utama yang telah memberikan pengarahan, bantuan, dan saran selama proses penyusunan tesis ini.
3. Drs. Susilo Toto R, MT, selaku Pembimbing Anggota yang telah memberikan pengarahan, bantuan, dan saran selama proses penyusunan tesis ini.
4. Seluruh Staf Pengelola, Staf Pengajar, Staf Administrasi, Staf Lab. Komputer serta segenap Karyawan Program Magister Manajemen UNDIP atas bantuan dan kerjasama yang baik selama proses perkuliahan.
5. Mamah dan Papah tercinta atas dorongan, perhatian, cinta dan pengertiannya yang selalu dicurahkan kepada penulis.

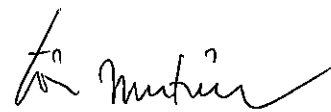
6. Baby Aisha Maritza Virginia "*my little curly angel*" yang selalu menemani dan menghiburku dengan senyum ceria dan celoteh yang manja.
7. Suamiku, Putro tercinta atas dorongan, perhatian, cinta dan pengertiannya yang selalu dicurahkan kepada penulis.
8. Seluruh Keluarga Besar Ibu Susilo Hardjo Purwoko di Jogja, atas perhatian dan do'a yang tulus.
9. Sahabat, sepupu, sekaligus teman jalanku, Nonik Linda dan buah hatinya Kiara, *thanks for everything sis!*
10. Sahabat-sahabatku Ossi, Dini dan Achie, semoga persahabatan kita kekal abadi.
11. Sahabat-sahabatku di angkatan XIX MM UNDIP, Atik, Chuca, Allen, Tatok, Sandra, Ogah, Bagus, Mbak Lis, Mas Fefeng, Andri, Mas Naz, Andre, Pak Maburr, Ari, Ucok, Nur, Anik, Mirma, Mbak Endah, Yeni, Pipin, Ruli, dan Kurnia, yang telah memberiku banyak "warna ceria nan indah".
12. Seluruh Keluarga Besar Eyang Iswarno dan Almarhum Eyang Hadi Sukirno.
13. Mbak Dian Wismar'ain atas segala bantuannya guna terwujudnya tesis ini.
14. Serta semua pihak yang tidak mungkin disebutkan semuanya di dalam kolom yang sempit ini.

Penulis panjatkan do'a kepada Allah SWT untuk membalas kemuliaan dan kebaikan saudara. Bagaimanapun juga penelitian ini masih jauh dari sempurna. Penulis berharap, penelitian yang akan datang lebih mendalam akan pengembangan ilmiah.

Akhirnya, semoga karya ilmiah ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang memerlukan. Amien.

Wassalaamu'alaikum Wr. Wb.

Semarang, Oktober 2004



Meytia Mutiara

## Daftar Isi

|   | Halaman |
|---|---------|
| Halaman Judul .....                               | i       |
| Sertifikat Keaslian Tesis .....                   | ii      |
| Halaman Persetujuan Draft Tesis .....             | iii     |
| Halaman Motto / Persembahan .....                 | iv      |
| <i>Abstract</i> .....                             | v       |
| Abstraksi .....                                   | vi      |
| Kata Pengantar .....                              | vii     |
| Daftar Tabel.....                                 | xii     |
| Daftar Gambar .....                               | xiv     |
| Daftar Lampiran .....                             | xv      |
| Daftar Rumus .....                                | xvii    |
| 1. Pendahuluan .....                              | 1       |
| 1.1. Latar Belakang .....                         | 1       |
| 1.2. Perumusan Masalah .....                      | 7       |
| 1.3. Tujuan Penelitian .....                      | 11      |
| 1.4. Manfaat Penelitian .....                     | 12      |
| 2. Telaah Pustaka dan Hipotesis .....             | 13      |
| 2.1. Landasan Teori .....                         | 13      |
| 2.1.1. Teori Sinyal dan Asimetri Informasi .....  | 13      |
| 2.1.2. <i>Good News</i> dan <i>Bad News</i> ..... | 15      |
| 2.1.3. <i>Right</i> .....                         | 17      |
| 2.1.4. <i>Right Issue</i> .....                   | 18      |

|  |    |
|--|----|
| 2.1.5. Saham .....   | 22 |
| 2.1.5.1. <i>Return</i> Saham .....                               | 22 |
| 2.1.5.2. Likuiditas Saham .....                                  | 24 |
| 2.1.6. Studi Peristiwa ( <i>Event Study</i> ) .....              | 26 |
| 2.2. Penelitian Terdahulu .....                                  | 27 |
| 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis .....                           | 35 |
| 2.4. Hipotesis .....   | 37 |
| 2.5. Definisi Operasional Variabel .....                         | 37 |
| 3. Metode Penelitian .....                                       | 40 |
| 3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel .....                | 40 |
| 3.2. Jenis dan Sumber Data .....                                 | 42 |
| 3.3. Prosedur Pengumpulan Data .....                             | 43 |
| 3.4. Jenis Penelitian .....                                      | 44 |
| 3.5. Teknik Analisis .....                                       | 44 |
| 4. Analisis Data dan Pembahasan .....                            | 52 |
| 4.1. Gambaran Umum Perusahaan .....                              | 52 |
| 4.1.1. Bursa Efek Jakarta ( BEJ ) .....                          | 52 |
| 4.1.2. Profil Perusahaan .....                                   | 54 |
| 4.1.2.1. Jenis Perusahaan .....                                  | 54 |
| 4.1.2.2. Total Asset Perusahaan .....                            | 56 |
| 4.1.2.3. Kepemilikan Saham ( <i>Ownership</i> ) Perusahaan ..... | 57 |
| 4.1.2.4. <i>Earning ( loss ) Per Share</i> Perusahaan .....      | 57 |
| 4.2. Deskripsi Statistik .....                                   | 58 |
| 4.3. Hasil Analisis Data .....                                   | 60 |
| 4.3.1. Uji Normalitas Data .....                                 | 61 |

|   |    |
|---|----|
| 4.3.1.1. Uji Normalitas Data <i>Abnormal Return</i> .....   | 61 |
| 4.3.1.2. Uji Normalitas Data <i>Trading Volume Activity</i> .....   | 63 |
| 4.3.2. Uji Hipotesis .....  | 65 |
| 4.3.2.1. Pengujian Hipotesis Pertama dan Kedua .....  | 65 |
| 4.3.2.2. Pengujian Hipotesis Ketiga dan Keempat .....   | 69 |
| 4.4. Pembahasan Hasil Penelitian .....  | 71 |
| 4.4.1. Perilaku Rata-rata <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Tanggal<br>Pengumuman <i>Right Issue</i> ..... | 71 |
| 4.4.2. Perilaku Rata-rata <i>TVA</i> Sebelum dan Sesudah Tanggal Pengumuman<br><i>Right Issue</i> .....             | 78 |
| 5. Penutup .....  | 84 |
| 5.1. Kesimpulan .....   | 84 |
| 5.2. Implikasi Kebijakan .....  | 85 |
| 5.3. Keterbatasan Penelitian .....  | 87 |
| 5.4. Saran .....  | 88 |
| Daftar Referensi .....  | 90 |
| Lampiran-lampiran   |    |
| Daftar Riwayat Hidup  |    |

## Daftar Tabel

|            |  |    |
|------------|--|----|
| Tabel 2.1  | Ringkasan Penelitian Terdahulu .....   | 32 |
| Tabel 3.1  | Nama Perusahaan dan Tanggal Pengumuman <i>Right Issue</i> .....  | 41 |
| Tabel 4.1  | Jenis Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i> Periode Tahun<br>2000 – 2002 .....  | 55 |
| Tabel 4.2  | Total Asset Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i> Periode Tahun<br>2000 – 2002 .....  | 56 |
| Tabel 4.3  | Kepemilikan Saham ( <i>ownership</i> ) Perusahaan yang Melakukan<br><i>Right Issue</i> Periode Tahun 2000 – 2002 .....                                 | 57 |
| Tabel 4.4  | <i>Earning ( loss ) Per Share</i> Perusahaan yang Melakukan <i>Right Issue</i><br>Periode Tahun 2000 – 2002 .....                                      | 58 |
| Tabel 4.5  | Deskripsi Statistik .....  | 59 |
| Tabel 4.6  | Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> Sebelum<br>dan Sesudah Tanggal Pengumuman <i>Right Issue ( good news )</i> .....         | 62 |
| Tabel 4.7  | Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> Sebelum<br>dan Sesudah Tanggal Pengumuman <i>Right Issue ( bad news )</i> .....          | 62 |
| Tabel 4.8  | Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Trading Volume Activity</i><br>Sebelum dan Sesudah Tanggal Pengumuman <i>Right Issue ( good news )</i> ..... | 63 |
| Tabel 4.9  | Uji Normalitas Data <i>Cumulative Average Trading Volume Activity</i><br>Sebelum dan Sesudah Tanggal Pengumuman <i>Right Issue ( bad news )</i> .....  | 64 |
| Tabel 4.10 | Hasil Uji Statistik Rata-rata Akumulasi <i>Abnormal Return</i> Sebelum<br>dan Sesudah Tanggal Pengumuman <i>Right Issue ( good news )</i> .....        | 67 |
| Tabel 4.11 | Hasil Uji Statistik Rata-rata Akumulasi <i>Abnormal Return</i> Sebelum<br>dan Sesudah Tanggal Pengumuman <i>Right Issue ( bad news )</i> .....         | 67 |

Tabel 4.12 Hasil Uji Statistik Rata-rata Akumulasi *Trading Volume Activity*

Sebelum dan Sesudah Tanggal Pengumuman *Right Issue (good news)* 69

Tabel 4.13 Hasil Uji Statistik Rata-rata Akumulasi *Trading Volume Activity*

Sebelum dan Sesudah Tanggal Pengumuman *Right Issue (bad news)* .. 70

Tabel 4.14 Rata-rata *Abnormal Return (good news)* ..... 72

Tabel 4.15 Rata-rata *Abnormal Return (bad news)* ..... 75

Tabel 4.16 Rata-rata *Trading Volume Activity (good news)* ..... 78

Tabel 4.17 Rata-rata *Trading Volume Activity (bad news)* ..... 81

## Daftar Gambar

|            |  |    |
|------------|--|----|
| Gambar 2.1 | Pengaruh Pengumuman <i>Right Issue</i> Terhadap Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham ..... | 36 |
| Gambar 4.1 | Pergerakan Rata-rata <i>Abnormal Return (good news)</i> .....                                  | 73 |
| Gambar 4.2 | Pergerakan Rata-rata <i>Abnormal Return (bad news)</i> .....                                   | 76 |
| Gambar 4.3 | Pergerakan Rata-rata <i>Trading Volume Activity (good news)</i> .....                          | 79 |
| Gambar 4.4 | Pergerakan Rata-rata <i>Trading Volume Activity (bad news)</i> .....                           | 81 |

## Daftar Lampiran

- Lampiran 1 Perusahaan Sampel Atas Dasar Klasifikasi Jenis Usaha yang Melakukan Right Issue Periode Tahun 2000 – 2002
- Lampiran 2 Nama Perusahaan Untuk Kelompok Good News
- Lampiran 3 Nama Perusahaan Untuk Kelompok Bad News
- Lampiran 4 Terdiri Dari :
- Perhitungan Rit Berdasarkan Periode Estimasi Untuk Kelompok *Good News*
  - Perhitungan Rit Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Good News*
  - Perhitungan Nilai ERit Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Good News*
  - Perhitungan ARit Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Good News*
  - Hasil Uji Statistik AARit Untuk Kelompok *Good News*
- Lampiran 5 Terdiri Dari :
- Perhitungan Rit Berdasarkan Periode Estimasi Untuk Kelompok *Bad News*
  - Perhitungan Rit Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Bad News*
  - Perhitungan Nilai ERit Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Bad News*
  - Perhitungan ARit Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Bad News*
  - Hasil Uji Statistik AARit Untuk Kelompok *Bad News*
- Lampiran 6 Terdiri Dari :
- Aktivitas Perdagangan Saham Harian Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Good News*
  - Jumlah Saham Beredar Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Good News*
  - TVA Pada Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Good News*

Hasil Uji Statistik ATVA Untuk Kelompok *Good News*

Lampiran 7   Terdiri Dari :

Aktivitas Perdagangan Saham Harian Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Bad News*

Jumlah Saham Beredar Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Bad News*

TVA Pada Periode Peristiwa Untuk Kelompok *Bad News*

Hasil Uji Statistik ATVA Untuk Kelompok *Bad News*

## Daftar Rumus

|         |  |    |
|---------|--|----|
| Rumus 1 | Perhitungan <i>Return</i> Saham Aktual Individu Harian .....                             | 46 |
| Rumus 2 | Perhitungan <i>Return</i> Ekspektasi Dengan Menggunakan <i>Mean Adjusted Model</i> ..... | 47 |
| Rumus 3 | Perhitungan <i>Abnormal Return</i> .....   | 48 |
| Rumus 4 | Perhitungan <i>Cumulative Abnormal Return</i> ( CAR ).....                               | 48 |
| Rumus 5 | Perhitungan <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> ( CAAR ).....                      | 49 |
| Rumus 6 | Perhitungan <i>Trading Volume Activity</i> ( TVA ) .....                                 | 49 |
| Rumus 7 | Perhitungan <i>Average Trading Volume Activity</i> ( ATVA ) .....                        | 49 |
| Rumus 8 | Pengujian Statistik Terhadap <i>Abnormal Return</i> dan TVA .....                        | 49 |

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Dalam kondisi krisis yang berkepanjangan seperti saat ini, banyak perusahaan yang mengalami kesulitan likuiditas. Perusahaan yang telah *go public* dalam perkembangannya masih membutuhkan sumber dana untuk membiayai kegiatan usahanya. Berkaitan dengan hal tersebut perusahaan dapat melakukan penawaran saham kepada para investor, baik melalui penawaran umum maupun penawaran umum terbatas yang merupakan salah satu sarana yang ditempuh untuk memperoleh sumber dana. Pada penawaran umum, saham ditawarkan kepada para investor secara keseluruhan, sedangkan pada penawaran umum terbatas, saham ditawarkan kepada pemegang saham lama dengan harga yang umumnya lebih rendah dari harga pasar sehingga investor tertarik untuk membelinya. Penawaran umum terbatas ini sering pula disebut *right issue*. Alat investasi ini merupakan produk turunan dari saham. Tujuan penerbitan bukti *right* bagi emiten adalah untuk menambah modal perusahaan yaitu memperbesar modal disetor ( Ang, 1997 ).

*Right issue* merupakan salah satu tindakan / aksi emiten ( *corporate action* ) yang pada umumnya mempunyai keterkaitan baik secara langsung maupun tidak langsung dengan kinerja keuangan perusahaan, kelangsungan hidup perusahaan, mempengaruhi pertumbuhan perusahaan serta manajemen perusahaan, maka akan memberikan pengaruh terhadap harga saham di bursa efek. Menurut Ang ( 1997 ) mendefinisikan *corporate action* adalah suatu kegiatan yang dilakukan oleh suatu perusahaan yang bobotnya cukup material sehingga mempunyai kemungkinan mempengaruhi harga saham dari perusahaan bersangkutan di bursa efek. Disini

dikatakan bahwa “setiap tindakan atau aksi dari emiten yang cukup material” mempunyai makna bahwa tindakan atau aksi ini merupakan suatu usaha yang disadari dan direncanakan oleh manajemen perusahaan.

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu *emerging capital market* ( pasar modal yang sedang berkembang ) di Asia yang masih menggunakan mekanisme *right issue* dalam kebijakan pengeluaran saham baru. Dalam kondisi ini diperkirakan harga saham akan bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue* ( Solikhin, 2000 ). Bagi para pelaku pasar modal terutama investor, biasanya akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi yang tersedia bagi publik maupun informasi pribadi. Salah satu informasi yang tersedia bagi publik antara lain laporan keuangan tahunan perusahaan emiten dan pengumuman yang berkaitan dengan kebijakan perusahaan yang salah satunya adalah pengumuman perusahaan yang akan melakukan *right issue*. Sedangkan informasi pribadi adalah informasi yang tidak dipublikasikan. Informasi-informasi tersebut akan memiliki makna atau nilai bagi investor jika keberadaan informasi tersebut menyebabkannya melakukan transaksi di pasar modal, dimana transaksi tersebut tercermin melalui perubahan harga saham dan volume perdagangan saham. Dengan demikian seberapa jauh relevansi atau kegunaan suatu informasi dapat disimpulkan dengan mempelajari kaitan antara pergerakan harga saham dan volume perdagangan saham di pasar modal dengan keberadaan informasi tersebut ( Harianto dan Sudomo, 1998 ). Pengumuman *right issue* merupakan salah satu peristiwa yang mengandung informasi yang dapat diserap oleh pasar ( Ang, 1997 ).

Bukti *right* merupakan hak bagi pemodal lama untuk membeli saham baru. Hak tersebut bisa dijual kepada pihak lain bila investor berusaha mendapatkan *capital gain*. Husnan ( 1998 ; p. 445 ) mengemukakan bahwa ada dua alasan mengapa

perusahaan melakukan *right issue*, yaitu : Pertama, *right issue* dapat menghemat biaya emisi, karena *right issue* biasanya tidak menggunakan jasa penjamin ( *underwriter* ). Kedua, untuk menambah jumlah lembar saham yang diperdagangkan dan diharapkan dengan penambahan jumlah lembar saham di bursa akan meningkatkan likuiditas saham.

Kebijakan *right issue* merupakan upaya emiten untuk menghemat biaya emisi serta untuk menambah jumlah saham yang beredar. Tujuan perusahaan melakukan *right issue* adalah untuk menambah modal perusahaan, perluasan investasi atau untuk pembayaran hutang. Sedang bagi pemegang saham itu sendiri, *right issue* membuat mereka lebih mudah mempertahankan proporsi kepemilikan sahamnya dan untuk melindungi dari nilai saham yang merosot ( dilusi ). ( Jogiyanto, 1998 ). Penerbitan saham baru merupakan hak bagi pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan, biasanya ditawarkan dengan harga yang lebih rendah dibandingkan dengan harga pasar. Penambahan jumlah lembar saham di pasar, umumnya diharapkan akan meningkatkan frekuensi perdagangan saham atau dengan kata lain dapat meningkatkan likuiditas saham.

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

Menurut Fama ( 1970 ) dalam Jogiyanto ( 1998 ), mengemukakan bahwa suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas “mencerminkan secara penuh” informasi yang tersedia. Definisi Fama ini menunjukkan bahwa harga dari sekuritas secara akurat mencerminkan informasi yang ada. Pasar dikatakan

efisien, jika dengan menggunakan informasi yang tersedia ( *information available* ), investor-investor secara akurat dapat mengeksppektasi harga dari sekuritas tersebut. Dengan perkataan lain dalam pasar yang efisien, informasi akan cepat diserap dalam harga sekuritas, sehingga tidak mungkin bagi para pelaku pasar untuk memperoleh keuntungan *abnormal* yang konsisten berdasarkan informasi yang bersangkutan.

Suatu perangkat informasi apabila diketahui secara luas oleh pelaku pasar, mendorong persaingan harga pasar sedemikian rupa sehingga secara rata-rata pelaku pasar hanya akan mendapat tingkat keuntungan pasar yang telah disesuaikan dengan risiko dari perdagangan berdasarkan informasi tersebut.

Pengumuman perusahaan yang melakukan *right issue*, secara teoritis dan empiris telah menyebabkan harga saham bereaksi secara negatif, dan ini merupakan kejadian yang diakibatkan oleh *systematic risk*. *Systematic risk* adalah bagian risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi atas portofolionya. Beberapa hasil penelitian empiris tersebut diantaranya adalah : Scholes ( 1972 ), Marsh ( 1979 ), Asquith dan Mullins ( 1986 ), Myers dan Majluf ( 1984 ), Masulis dan Korwar ( 1986 ), Barclay dan Litzenberger ( 1988 ), Mikkelson dan Partch ( 1986 ), Sheehan, et al ( 1997 ) dan Kothare ( 1997 ). Hasil penelitian empiris tersebut menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan turun sampai 3 % pada saat pengumuman penambahan saham baru ( Ghozali dan Solikhin, 2003 ).

Beberapa temuan empiris tersebut di atas konsisten dengan model *signalling theory* yang mengasumsikan adanya informasi asimetri diantara berbagai partisipan di pasar modal. Model tersebut menyatakan bahwa pasar akan bereaksi secara negatif karena adanya pengumuman penambahan saham baru yang mengindikasikan adanya informasi yang tidak menguntungkan ( *bad news* ) tentang kondisi laba di masa yang akan datang, khususnya jika dana dari *right issue* akan digunakan untuk tujuan

perluasan investasi yang mempunyai NPV sama dengan 0 atau negatif ( Budiarto dan Baridwan, 1999 ). Pengumuman *right issue* akan mengindikasikan adanya *bad news* jika dana *right issue* hanya digunakan untuk menutup hutang setelah manajemen sulit mengelola *cash flow* perusahaan ( Imung, 2002 ). Naik turunnya harga saham saat *right issue* sangat dipengaruhi oleh *rate of return* yang diharapkan oleh investor dari penggunaan dana yang terhimpun dalam *right issue* ini. Bila investor berpengharapan bahwa dana tersebut akan menghasilkan NPV positif ( *good news* ), maka harga saham akan naik dan begitu pula sebaliknya ( Husnan, 1998 ). Apabila perusahaan melakukan *right issue* untuk memperoleh sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai suatu proyek karena dana dari laba ditahan tidak cukup, hal tersebut merupakan *good news* bagi investor.

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

Kothare ( 1997 ) menemukan bukti bahwa likuiditas saham meningkat secara signifikan setelah pengumuman penambahan saham baru. Peningkatan volume perdagangan saham tersebut ditemukan mempunyai korelasi dengan perubahan struktur kepemilikan saham, dimana *right issue* lebih diutamakan untuk tujuan konsentrasi kepemilikan dari pada perluasan kepemilikan. Tetapi Sheehan, et al (

1997 ) menemukan bukti yang berbeda dengan temuan Kothare, yaitu bahwa likuiditas saham perusahaan yang diukur dengan jumlah volume perdagangan saham meningkat dari keadaan yang normal justru sebelum adanya pengumuman *right issue*. Peningkatan volume perdagangan saham ini disebabkan oleh adanya aktivitas *short selling* yang dilakukan oleh para spekulator.

Hasil penelitian di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh pengumuman *right issue* terhadap harga saham dan volume perdagangan saham tidak menghasilkan satu kesimpulan yang seragam, karena ada pengaruh yang positif dan terdapat juga pengaruh yang negatif. Tetapi secara umum ada kecenderungan pengaruh negatif terjadi pada *developed capital market* atau pasar modal yang sudah maju, sedangkan pengaruh positif terjadi pada *emerging capital market* atau pasar modal yang sedang berkembang. Oleh karena itu penelitian tentang *right issue* ini dicoba untuk dilakukan di Bursa Efek Jakarta karena merupakan pasar modal terbesar di Indonesia dan masih menggunakan mekanisme *right issue* dalam kebijakan pengeluaran saham baru.

Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) melakukan penelitian terhadap 50 perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* pada periode antara tahun 1994 sampai dengan 1996 di BEJ. Jenis penelitian yang digunakan adalah *event study* yang tujuannya untuk menghitung *abnormal return* dari sekuritas yang terjadi di sekitar pengumuman dengan menggunakan metode *market-adjusted return* untuk periode pengamatan 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hasil analisis statistik ditemukan bahwa nilai return saham pada tanggal pengumuman berbeda signifikan dengan nilai return saham sebelum pengumuman. Tetapi di sisi lain, return saham juga mengalami kenaikan sebelum hari pengumuman.

Solikhin ( 2000 ) melakukan penelitian terhadap 47 perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* pada periode antara tahun 1996 sampai dengan

tahun 1997 di BEJ. Jenis penelitian yang digunakan adalah *event study* yang tujuannya untuk menghitung *abnormal return* dari sekuritas yang terjadi di sekitar pengumuman dengan menggunakan metode *market model* untuk periode pengamatan 5 hari sebelum, pada saat pengumuman dan sesudah pengumuman *right issue*. Hasil analisis statistik ditemukan bahwa nilai *return* saham sebelum pengumuman dan saat pengumuman tidak berbeda secara signifikan, namun beberapa hari setelah pengumuman, ditemukan *abnormal return* yang negatif dan signifikan

Beberapa pernyataan tersebut di atas melandasi latar belakang untuk melakukan penelitian apakah informasi tentang pengumuman perusahaan yang akan melakukan *right issue* memberikan pengaruh yang lebih dari keadaan normal pada saham-saham perusahaan yang melakukan *right issue*.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang masalah, maka penelitian ini mencoba meneliti kembali pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *return* saham dan likuiditas saham, untuk melihat perubahan *return* saham dan likuiditas saham pada masa sebelum dan sesudah melakukan pengumuman *right issue*. Dalam penelitian ini pengamatan periode jendela ( *event window* ) yang digunakan adalah lima hari sebelum dan lima hari sesudah tanggal pengumuman. Hal ini diharapkan agar data yang diperoleh benar-benar dapat mencerminkan keadaan yang sebenarnya, kemudian juga berdasarkan penelitian yang dilakukan Sheehan, et al ( 1997 ), Singh ( 1997 ), dll, dan juga untuk menghindari adanya *confounding effect* ( seperti pembagian dividen, saham bonus dan *stock split* ) yang akan menyebabkan *return* dan volume perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan mengalami perubahan. Ada tidaknya kandungan informasi dari pengumuman *right issue* dapat dianalisis dengan

menggunakan *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham disekitar tanggal pengumuman *right issue*, yaitu untuk melihat *return* saham dan tingkat likuiditas saham.

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

Beberapa hasil penelitian empiris tersebut diantaranya adalah : Scholes ( 1972 ), Marsh ( 1979 ), Asquith dan Mullins ( 1986 ), Myers dan Majluf ( 1984 ), Masulis dan Korwar ( 1986 ), Barclay dan Litzenberger ( 1988 ), Mikkelson dan Partch ( 1986 ), Sheehan, et al ( 1997 ) dan Kothare ( 1997 ). Hasil penelitian empiris tersebut menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan turun sampai 3 % pada saat pengumuman penambahan saham baru ( Ghozali dan Solikhin, 2003 ).

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

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

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

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

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

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

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

Dengan demikian masalah yang akan diteliti selanjutnya dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

1. Apakah terjadi perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan *abnormal return saham* setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.
2. Apakah terjadi perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan *abnormal return saham* setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.
3. Apakah terjadi perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan aktivitas volume perdagangan saham setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.
4. Apakah terjadi perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan aktivitas volume perdagangan saham setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Sesuai dengan perumusan masalah, maka penelitian ini mempunyai tujuan yaitu :

1. Untuk menganalisis perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan *abnormal return saham* setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.
2. Untuk menganalisis perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan *abnormal return saham* setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

3. Untuk menganalisis perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan aktivitas volume perdagangan saham setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.
4. Untuk menganalisis perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan aktivitas volume perdagangan saham setelah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

#### 1.4. Manfaat Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian, maka manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk investor, calon investor, dan para pelaku bisnis lain diharapkan dapat memberikan informasi untuk pedoman dalam membuat keputusan dengan adanya pengumuman *right issue*.
2. Untuk akademis, diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan penegasan, pembuktian sekaligus melengkapi dan menyempurnakan sesuai saran pada penelitian Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) dan Solikhin ( 2000 ) karena untuk menghitung *abnormal return* pada penelitian ini akan menggunakan *mean - adjusted model* dalam perhitungan return ekspektasi ( *expected return* ) sedangkan Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) menggunakan *market adjusted model* dan Solikhin ( 2000 ) menggunakan *market model*.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

#### 2.1. Landasan Teori

Dalam bagian ini akan dilakukan tinjauan terhadap perkembangan teori yang relevan yang dapat dijadikan acuan sebagai dasar untuk meneliti hubungan antara kandungan informasi dari berbagai peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan terhadap perkembangan harga atau volume perdagangan saham di pasar modal. Salah satu teori yang relevan untuk menjelaskan hal tersebut adalah teori yang berkaitan dengan informasi asimetri yaitu teori sinyal.

##### 2.1.1. Teori Sinyal dan Asimetri Informasi

Asumsi utama dalam teori sinyal adalah bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar. Manajemen juga merupakan orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibandingkan pihak luar perusahaan ( investor ) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan ( Budiarto dan Baridwan, 1999 ; p. 96 ).

Informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi ( *information asymmetric* ) adalah informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapat informasi saja ( *informed investors* ). Asimetri informasi dapat terjadi di pasar modal atau di pasar yang lain. Alasan ini pula yang membuat emiten yang menawarkan sekuritas berkualitas secara sukarela mengungkapkan semua informasi yang mereka miliki sehubungan dengan sekuritas tersebut untuk mengurangi asimetri informasi.

Asimetri informasi ( *information asymmetric* ) akan kelihatan jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperoleh mengenai semua hal yang dapat mempengaruhi perusahaan ke pusat, maka umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap adanya kejadian tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga saham ( Jogiyanto, 1998 ). Sebagai implikasinya, pengumuman perusahaan untuk melakukan *right issue* akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi baru yang dikeluarkan oleh pihak manajemen yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai saham dan aktivitas perdagangan saham.

Modigliani dan Miller ( 1961 ) dalam Keeley ( 1989 ) menyatakan bahwa dalam pasar yang kompetitif tanpa adanya distorsi seperti pajak, biaya kebangkrutan, biaya keagenan, dan asimetri informasi, penerbitan saham baru seharusnya tidak mempengaruhi harga saham. Smith ( 1986 ) menemukan hal yang berbeda, bahwa berdasarkan studi empiris ditemukan bahwa secara statistik penerbitan saham baru berpengaruh secara negatif terhadap harga saham perusahaan.

Sant dan Ferris ( 1994 ) mempunyai argumen bahwa cara pembelanjaan perusahaan dengan penggunaan dana eksternal dalam membiayai suatu proyek investasi merupakan suatu sinyal tentang prediksi laba yang buruk di masa depan, karena seharusnya lebih tepat jika cara pembelanjaan dilakukan dengan menggunakan dana internal perusahaan jika laba yang diperoleh mencukupi untuk membelanjai proyek investasi tersebut. Argumen tersebut memiliki implikasi bahwa semua jenis pembelanjaan eksternal seharusnya memiliki pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham.

Myers dan Majluf ( 1984 ) dalam jurnal yang ditulis Budiarto dan Baridwan ( 1999 ), berargumen bahwa manajemen akan memperoleh insentif dengan pengeluaran

saham baru yang mereka percaya bahwa saham perusahaan adalah *overvalued*. Akan tetapi investor menyadari dengan adanya insentif tersebut menyebabkan manajemen menggunakan informasi penerbitan saham baru sebagai sinyal atau tanda bahwa saham perusahaan adalah *overvalued*, dimana hal ini akan menyebabkan harga saham perusahaan akan jatuh. Studi empiris yang telah dilakukan oleh Asquith dan Mullins ( 1986 ) dalam jurnal Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) menunjukkan bahwa terjadi negatif *abnormal return* selama periode pengumuman yang dikaitkan dengan pengembangan saham baru oleh perusahaan. Bukti empiris tersebut konsisten dengan suatu model yang mengasumsikan bahwa terjadi asimetri informasi antara manajemen dengan pengguna informasi atau investor di pasar modal.

### **2.1.2. Good News dan Bad news**

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

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

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

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

### 2.1.3. *Right*

*Right* merupakan salah satu bentuk opsi ( *option* ) selain *put*, *calls* dan *warrant*. *Put* adalah suatu instrumen negosiasi yang memungkinkan pemiliknya untuk menjual suatu efek tertentu pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. *Calls* adalah instrumen negosiasi yang memungkinkan pemiliknya membeli suatu efek tertentu pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. *Warrant* adalah suatu jenis opsi yang bersifat jangka panjang yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham biasa atas nama dengan harga yang ditentukan di dalam *warrant* ( *exercise price* ) ( Ang, 1997 ). *Right* diterjemahkan sebagai bukti *right*. Bukti *right* didefinisikan sebagai suatu produk efek ( sekuritas ) yang diturunkan dari saham yang dikeluarkan oleh emiten yang memberikan hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan oleh emiten dengan proporsi dan harga tertentu. Dari definisi ini jelas terlihat bahwa bukti *right* merupakan suatu produk efek atau sekuritas.

Di dalam bukti *right* terkandung suatu hak khusus bagi pemegang saham lama, yaitu suatu hak untuk membeli saham baru yang dikeluarkan oleh emiten dengan proporsi dan harga tertentu. Hak ini biasa disebut *preemptive right* yaitu suatu hak bagi pemegang saham lama untuk menjaga proporsi kepemilikan saham di suatu perusahaan sehubungan dengan pengeluaran saham baru untuk tujuan melindungi hak kontrol dari pemegang saham lama dan melindungi harga saham lama dari kemerosotan nilai. Jika seorang pemegang saham tidak menggunakan haknya, maka yang akan dihadapi adalah :

1. Proporsi kepemilikan saham di perusahaan menjadi berkurang sebanding dengan banyaknya saham baru yang dikeluarkan.

2. Dengan adanya pengeluaran saham baru, tentunya akan mempengaruhi harga saham, yang pada akhirnya akan mempengaruhi *return on investment* pemegang saham.
3. Dividen per saham yang diterima akan mengecil karena harus dibagikan kepada pemegang saham baru.

#### **2.1.4. Right Issue**

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

Seringkali kita mendengar istilah *right issue* dalam kaitannya dengan bukti *right*. Bukti *right* adalah suatu produk efek ( sekuritas ) yang diturunkan dari saham yang dikeluarkan oleh emiten yang memberikan hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan oleh emiten dengan proporsi dan harga tertentu. *Right issue* dalam kaitannya dengan bukti *right* merupakan kegiatan penawaran umum terbatas kepada pemegang saham lama dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu. Jadi jika suatu perusahaan publik ingin menerbitkan bukti *right*, maka kegiatannya harus melalui penawaran umum terbatas. Disini penawaran umum berarti memberikan tawaran kepada publik untuk memesan

atau membeli saham, sedangkan makna terbatas menunjukkan bahwa penawaran umum ini hanya ditujukan kepada pemegang saham lama ( Ang, 1997 ).

*Right issue* merupakan kebijakan yang diambil oleh emiten untuk menghemat biaya emisi serta untuk menambah jumlah lembar saham yang beredar, sehingga dengan adanya *right issue* kapitalisasi pasar saham akan dapat meningkat dalam persentase yang lebih kecil daripada prosentase jumlah lembar saham yang beredar.

*Right issue* merupakan produk turunan ( *derivatif* ) dari saham ( Husnan, et.al 1996 ).

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

Landasan hukum mengenai *right issue* ini diatur oleh Undang-undang No. 8/1995 tentang Pasar Modal, pasal 82 yang kutipannya sebagai berikut :

- (1) Bapepam dapat mewajibkan emiten atau perusahaan publik untuk memberikan hak memesan efek kepada setiap pemegang saham secara proporsional apabila emiten atau perusahaan publik tersebut menerbitkan saham atau efek yang dapat ditukar dengan saham emiten atau perusahaan publik tersebut.

- (2) Bapepam dapat mewajibkan emiten atau perusahaan publik untuk memperoleh persetujuan mayoritas pemegang saham independen apabila emiten atau perusahaan publik tersebut melakukan transaksi dimana kepentingan ekonomis emiten atau perusahaan publik tersebut berbenturan dengan kepentingan ekonomis pribadi direktur, komisaris, pemegang saham, emiten atau perusahaan publik yang dimaksud.
- (3) Persyaratan dan tata cara penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu dan transaksi dalam ayat (1) dan ayat (2) diatur lebih lanjut oleh Bapepam.

Dari pasal 82 UUPM No. 8/1995 tersebut jelas mengatur *preemptive right* serta dibutuhkannya persetujuan pemegang saham mayoritas dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu. Dimana *preemptive right* adalah suatu hak bagi pemegang saham lama untuk menjaga proporsi kepemilikan saham di suatu perusahaan sehubungan dengan pengeluaran saham baru. Persyaratan dan tata cara penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu yang diatur lebih lanjut oleh Bapepam ( Ang, 1997 ). Berikut ini adalah beberapa peraturan yang dikeluarkan oleh Bapepam untuk mengatur tentang hak memesan efek terlebih dahulu :

1. Peraturan Bapepam No. IX.D.1  
Tentang hak memesan efek terlebih dahulu.
2. Peraturan Bapepam No. IX.F.3  
Tentang pedoman mengenai bentuk dan isi pernyataan pendaftaran dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu.
3. Peraturan Bapepam No. XI.B.1  
Tentang pedoman mengenai bentuk dan isi prospektus dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu dimana para pemegang saham

menerima efek yang sama dan terdapat penambahan modal disetor kurang dari 35 %.

#### 4. Peraturan Bapepam No. IX.D.4

Tentang pedoman mengenai bentuk dan isi prospektus dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu dimana para pemegang saham menerima efek yang tidak sama atau terdapat penambahan modal disetor kurang dari 35 % atau lebih.

*Right issue* juga harus mendapat persetujuan efektif dari Bapepam. Tanggal efektif yang dikeluarkan oleh Bapepam merupakan tanggal pernyataan pendaftaran yang telah disetujui oleh Bapepam dan dinyatakan efektif. Hal lain yang penting untuk diperhatikan adalah jadwal penawaran umum terbatas. Karena setelah dimumkan tanggal efektif oleh Bapepam akan diikuti tahap-tahap berikutnya seperti tahap (1) *rights-on* yaitu tahap perdagangan saham yang masih melekat hak bukti *right* yaitu sebelum *ex-right*, (2) tahap *ex-right* yaitu tahapan perdagangan saham tanpa melekat bukti *right* yaitu mulai dari tanggal *ex-right* sampai dengan tanggal awal perdagangan bukti *right*, (3) tahap *rights-off* yaitu tahap dimana dimulainya perdagangan bukti *right* yang sudah tidak melekat lagi dengan perdagangan saham serta pendaftaran pemesanan pembelian saham baru serta penyerahan SKS ( Surat Kolektif Saham ) baru, dan (4) tahap *rights-out* yaitu tahap dimana bukti *right* sudah tidak ada nilainya ataupun fungsinya. Istilah lain adalah *cum-right*, yaitu tanggal terakhir perdagangan saham perusahaan publik atau emiten yang di dalamnya terlekat bukti *right*, dan *ex-right* yaitu hari pertama perdagangan saham tanpa bukti *right* sesudah *cum-right*.

Alasan yang biasanya digunakan untuk mengeluarkan *right* adalah agar setiap pemegang saham lama memiliki hak untuk mempertahankan persentase haknya atas

laba dan hak suara dalam perusahaan, karena jika sejumlah besar saham baru langsung dijual kepada para pemegang baru maka banyak hak suara dan laba dalam perusahaan yang akan beralih kepada pemegang saham baru. Dengan kata lain, apabila dilakukan dalam penawaran umum mereka akan diperlakukan sama dengan investor lain yang tidak mempunyai saham tersebut dikarenakan, jumlah saham yang ada menjadi lebih banyak sehingga tersebut lebih likuid.

### **2.1.5. Saham**

Salah satu atribut investasi yang paling mendasar atas saham adalah membuat investor dapat menikmati keuntungan yang dicapai oleh perusahaan. Namun keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham adalah setelah memenuhi kewajiban perusahaan lainnya. Saham sebagai suatu alternatif investasi tentunya juga mengandung risiko. Menurut Ang ( 1997 ) mendefinisikan saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan. Makna “surat berharga” adalah sesuatu yang mempunyai nilai dan tentunya dapat diperjualbelikan.

Para pemodal tentunya termotivasi untuk melakukan investasi pada suatu instrumen yang diinginkan dengan harapan untuk mendapat kembalian investasi yang sesuai. Menurut Ang ( 1997 ) menyatakan bahwa *return* ( kembalian ) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. Lebih lanjut dapat dijelaskan sebagai berikut :

#### **2.1.5.1. Return Saham**

Tingkat keuntungan atau *return* merupakan tingkat kembalian yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi yang dilakukannya. Menurut Ang ( 1997 ) menyatakan bahwa tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu

investasi tentunya investor tidak akan mau berinvestasi, jika pada akhirnya tidak akan ada hasilnya. Lebih lanjut setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan utama untuk mendapatkan keuntungan.

*Return* dari suatu investasi tergantung pada instrumen investasinya. Ada yang menjamin tingkat kembalian ( *return* ) yang akan diterima secara tertentu dan pasti, misalnya sertifikat deposito bank, dan obligasi yang menjanjikan kupon bunga yang akan dibayarkan secara periodik atau sekaligus, tidak tergantung dari keuntungan perusahaan. Lain halnya dengan saham, saham tidak menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi para pemodal. Jelaslah bahwa, *return* merupakan hal yang terpenting dalam menentukan keputusan investasi. Menurut Ang ( 1997 ) menyatakan bahwa pada dasarnya justifikasi atas *return* yang diterima harus dianalisa, antara lain melalui analisa *return* historis yang terjadi pada periode sebelumnya, dengan dasar analisa tersebut yang kemudian menentukan tingkat kembalian yang diinginkan ( *expected return* ).

*Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. Jogiyanto ( 1998 ) menyatakan bahwa *return* realisasi ( *realized return* ) merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan, sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi ( *expected return* ) dan risiko di masa datang.

Jogiyanto ( 1998 ) menyatakan bahwa *mean adjusted model* menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan nilai rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi, Bandi dan Jogiyanto ( 1999 ) menyatakan bahwa dengan model rata-rata yang disesuaikan, *return* yang diharapkan dihitung dengan cara membagi *return* realisasi suatu perusahaan pada periode

estimasi dengan lamanya periode estimasi. *Market model* menganggap bahwa tingkat keuntungan suatu saham dipengaruhi oleh tingkat keuntungan portofolio pasar. Sedangkan *market adjusted model* menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

*Return* tidak normal ( *abnormal return* ) merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Dengan demikian *return* tidak normal adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Sedang *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi ( Jogyanto, 1998 ).

Dalam artikel yang ditulis Wahyudi ( 2003 ), terminologi manajemen keuangan memberi makna lain pada istilah keuntungan *abnormal* ( *abnormal return* ). Keuntungan *abnormal* justru merupakan keuntungan yang didapat dari upaya yang sangat normal. Keuntungan tersebut diperoleh dari berbagai upaya positif. Misalnya diperoleh dari peristiwa *stock split*, peristiwa IPO, peristiwa laporan keuangan perusahaan, termasuk juga peristiwa *right issue*.

#### **2.1.5.2. Likuiditas Saham**

Salah satu langkah perusahaan menjual sahamnya kepada masyarakat luas adalah mencatatkan sahamnya di bursa efek sehingga saham-saham tersebut dapat diperdagangkan pada pasar sekunder. Menurut Ang ( 1997 ) salah satu syarat *listing policy* adalah jumlah saham minimum yang dicatatkan. Di BES, minimum saham untuk pencatatan adalah 300.000 saham sedangkan di BEJ adalah satu juta saham.

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

cukup lama tidak ditransaksikan atau terlalu sedikit transaksinya biasanya disebut saham tidur.

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

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

### 2.1.6. Studi Peristiwa ( *Event Study* )

Menurut Jogiyanto ( 1998 ), studi peristiwa ( *event study* ) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa ( *event* ) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi ( *information content* ) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat ( *semi strong form* ).

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

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

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

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Studi empiris mengenai pengumuman *right issue* pertama kali ditulis oleh Scholes ( 1972 ) dalam jurnal yang ditulis Budiarto dan Baridwan ( 1999 ). Scholes melakukan penelitian dengan menggunakan model pasar untuk menguji 696 sampel perusahaan yang melakukan penerbitan saham baru di *New York Stock Exchange* pada tahun 1966, dengan menggunakan metode penelitian studi peristiwa, ditemukan bahwa tingkat keuntungan *abnormal* dalam bulan sebelum tanggal pengumuman mencapai rata-rata 0,3 persen, dan satu bulan setelah tanggal pengumuman tidak ditemukan bahwa perilaku harga saham di seputar hari pengumuman tidak tergantung pada jumlah saham baru yang diterbitkan.

Ball, Brown, dan Finn ( 1968 ) mengacu pada Marsh ( 1979 ) dalam Budiarto dan Baridwan ( 1999 ), menguji 193 sampel perusahaan yang melakukan penerbitan saham baru di Australia antara tahun 1960 – 1969, hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *abnormal return* hanya mencapai 10 % dalam periode satu tahun sebelum pengumuman penerbitan saham baru dan harga saham hanya

mengalami penurunan sebesar 0,9 % dalam periode satu bulan setelah pengumuman dan selanjutnya kembali terkoreksi ke posisi awal.

Selanjutnya Marsh ( 1979 ) dalam Budiarto dan Baridwan ( 1999 ), menguji 320 perusahaan di UK yang melakukan penerbitan saham baru antara tahun 1962 – 1975 yang dihubungkan dengan efisiensi dan likuiditas pasar. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa penurunan harga saham masih berkisar antara 0,5 sampai 1 %, yang berarti masih konsisten dengan penelitian sebelumnya.

Tsangarakis ( 1996 ) melakukan penelitian mengenai reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue* selama periode tahun 1981 – tahun 1990 di Yunani. Data yang digunakan sebanyak 111 perusahaan yang melakukan penerbitan saham baru yang terdaftar di ASE ( *Athens Stock Exchange* ), menggunakan waktu estimasi 200 hari. Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* mempunyai kandungan informasi yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata *abnormal return* yang signifikan pada taraf signifikansi 1 % pada hari sebelum pengumuman ( 6 hari sebelum sebesar 8,23 % dan 11 hari sebelum sebesar 11,52 % ) dan saat pengumuman *right issue* ( 2,45 % ), yang diduga karena adanya kebocoran informasi yang terjadi di jajaran direksi. Dan tidak adanya *abnormal return* yang signifikan pada hari sesudah pengumuman

Sheehan, et al ( 1997 ) melakukan penelitian terhadap pengaruh pengumuman penambahan saham baru terhadap harga dan volume perdagangan di NYSE, AMEX, dan NASDAQ selama dua kurun waktu yang berbeda yaitu tahun 1980 – 1986 dan 1989 - 1991. Hasil temuan dalam penelitian ini agak berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya yaitu bahwa harga saham justru mengalami penurunan sebelum tanggal pengumuman dan terjadi peningkatan volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman. Hal ini terjadi karena adanya aktivitas *short selling*

yang dilakukan oleh investor sebelum hari pengumuman, yang memaksa *underwriter* untuk menentukan harga penawaran yang lebih rendah ( *underprice* ) terhadap penerbitan saham baru. Di samping itu juga ditemukan bahwa penurunan harga saham tersebut mungkin berkaitan dengan adanya informasi dari dalam perusahaan yang keluar ke publik sebelum terjadinya pengumuman resmi mengenai penerbitan saham baru.

Kothare ( 1997 ) menemukan bukti bahwa likuiditas saham meningkat secara signifikan setelah pengumuman penambahan saham baru. Peningkatan volume perdagangan saham tersebut ditemukan mempunyai korelasi dengan perubahan struktur kepemilikan daripada perluasan kepemilikan. Tetapi Sheehan et.al ( 1997 ) menemukan bukti yang berbeda dengan hasil penelitian Kothare ( 1997 ), yaitu bahwa likuiditas saham perusahaan yang diukur dengan jumlah volume perdagangan saham meningkat dari keadaan yang normal justru sebelum adanya pengumuman. Peningkatan volume perdagangan saham ini disebabkan oleh adanya aktivitas *short selling* yang dilakukan oleh para spekulator.

Di Indonesia penelitian mengenai penawaran saham terbatas dilakukan oleh Berlianta ( 1995 ) yang diacu dalam Ghozali dan Solikhin ( 2003 ) melakukan penelitian tentang perilaku harga saham saat perusahaan melakukan penawaran saham terbatas untuk sampel perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah perusahaan yang melakukan *right issue* tahun 1993 s/d 1994, dan pengumuman yang digunakan adalah pengumuman di surat kabar. Penelitian tersebut mendapatkan hasil adanya *return* positif dan signifikan pada saat pengumuman tetapi tidak didapatkan *abnormal return* yang positif satu hari setelah pengumuman.

Bukti *right* merupakan hak bagi pemodal lama untuk membeli saham baru. Hak tersebut bisa dijual kepada pihak lain bila investor berusaha mendapatkan *capital gain*. Husnan ( 1998 ; p. 445 ) mengemukakan bahwa ada dua alasan mengapa perusahaan melakukan *right issue*, yaitu : Pertama, *right issue* dapat menghemat biaya emisi, karena *right issue* biasanya tidak menggunakan jasa penjamin ( *underwriter* ). Kedua, untuk menambah jumlah lembar saham yang diperdagangkan dan diharapkan dengan penambahan jumlah lembar saham di bursa akan meningkatkan likuiditas saham.

Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) melakukan penelitian terhadap 50 perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* pada periode antara tahun 1994 sampai dengan 1996 di BEJ. Jenis penelitian yang digunakan adalah *event study* yang tujuannya untuk menghitung *abnormal return* dari sekuritas yang terjadi di sekitar pengumuman dengan menggunakan metode *market-adjusted return* untuk periode pengamatan 5 hari sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hasil analisis statistik ditemukan bahwa nilai return saham pada tanggal pengumuman berbeda signifikan dengan nilai return saham sebelum pengumuman. Tetapi di sisi lain, return saham juga mengalami kenaikan sebelum hari pengumuman. Keterbatasan yang ada pada penelitian Budiarto dan Baridwan ( 1999 ), yaitu pendeknya periode pengamatan mulai tahun 1994 sampai dengan tahun 1996.

Solikhin ( 2000 ) melakukan penelitian terhadap 47 perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* pada periode antara tahun 1996 sampai dengan tahun 1997 di BEJ. Jenis penelitian yang digunakan adalah *event study* yang tujuannya untuk menghitung *abnormal return* dari sekuritas yang terjadi di sekitar pengumuman dengan menggunakan metode *market model* untuk periode pengamatan 5 hari sebelum, pada saat pengumuman dan sesudah pengumuman *right issue*. Hasil

analisis statistik ditemukan bahwa nilai *return* saham sebelum pengumuman dan saat pengumuman tidak berbeda secara signifikan, namun beberapa hari setelah pengumuman, ditemukan *abnormal return* yang negatif dan signifikan. Keterbatasan yang ada pada penelitian Solikhin ( 2000 ), yaitu pendeknya periode pengamatan yang hanya 2 tahun ( 1996 – 1997 ), dalam penaksiran *abnormal return* jangka waktu estimasi hanya 100 hari, karena idealnya dalam menentukan periode estimasi adalah jumlah hari perdagangan saham dalam setahun dikurangi jumlah hari dalam periode jendela. , dan penelitian Solikhin ( 2000 ) hanya menggunakan variabel *abnormal return* saham, dan tidak dipisahkannya antar sektor perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian tersebut ( bisa memberikan kesimpulan yang berbeda ).

Menurut Solikhin ( 2000 ) perlu dilakukan penelitian lanjutan tentang *right issue* ini dengan menambah variabel lain selain *abnormal return*, dalam menaksir *return* yang sesungguhnya sebaiknya mencoba model lain selain model pasar ( *market model* ) dan waktu penelitiannya bisa diperpanjang tidak hanya 2 tahun, juga dalam penaksiran *abnormal return*nya jangka waktu estimasi bisa diperpanjang tidak hanya 100 hari saja.

Sari ( 2001 ) menguji analisis pengaruh *right issue* terhadap return saham setelah *cum-date*. Penelitian dilakukan terhadap 71 perusahaan yang menerbitkan *right* di BEJ dalam kurun waktu antara tahun 1994 hingga 1996 dengan *event study methodology* dan menetapkan *ex date* sebagai  $t=0$ . *Abnormal return* sebagai *proxy* dari harga saham diukur dengan menggunakan *market model method* yang telah mengalami penyesuaian dengan memasukkan unsur *return* dari nilai tukar rupiah terhadap US Dollar. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, diperoleh hasil bahwa adanya penawaran umum terbatas ( *right issue* ) cenderung menimbulkan reaksi pasar yang negatif pada *short event window* maupun *long event window*.

Adanya *bid-ask spread* dan rasio jumlah penawaran saham baru terhadap saham lamanya yang semakin besar ternyata dapat menimbulkan reaksi pasar yang positif terhadap harga saham setelah *cum-date*, namun diskon harga penawaran saham baru yang semakin besar akan memberikan reaksi pasar yang negatif terhadap harga saham setelah *cum-date*.

Untuk lebih jelasnya, uraian tersebut di atas dapat dilihat pada tabel 1 yang menunjukkan berbagai studi empiris sebelumnya yang berkaitan dengan pengeluaran model baru.

**TABEL 2.1.**

**RINGKASAN PENELITIAN TERDAHULU**

| <b>PENELITI</b>             | <b>TUJUAN PENELITIAN</b>   | <b>VARIABEL YANG DIGUNAKAN</b>   | <b>METODOLOGI PENELITIAN</b> | <b>HASIL PENELITIAN</b>   |
|-----------------------------|--|--|------------------------------|---|
| Scholes (1972)              | Menguji pengaruh kenaikan jumlah saham yang beredar terhadap harga saham                                     | <i>Return</i> saham, besarnya nilai penerbitan saham baru distribusi.                    | <i>Event Study</i>           | Pengaruh negatif terhadap harga. Tingkat keuntungan AR sebelum tanggal pengumuman rata-rata 0,3 %.                  |
| Asquith dan Mullins (1986)  | Menguji pengaruh <i>right issue</i> terhadap harga saham.  | <i>Return</i> saham, besarnya nilai penerbitan saham baru                                | <i>Event Study</i>           | AR negatif sampai -3 %. <i>Right issue</i> merupakan sinyal negatif.  |
| Masulis dan Korwar (1986)   | Menguji pengaruh <i>right issue</i> terhadap harga saham dan menguji kombinasi <i>right issue</i> dan hutang | <i>Return</i> saham, <i>size</i> dari saham baru, klasifikasi berdasarkan industri.      | <i>Event Study</i>           | AR negatif sektor industri kira-kira 3,25 %.  |
| Mikkelson dan Partch (1986) | Menguji pengaruh <i>right issue</i> terhadap harga saham.  | <i>Return</i> saham, <i>size</i> dari saham baru, jenis surat berharga yang dikeluarkan. | <i>Event Study</i>           | AR negatif pada saat pengumuman <i>right issue</i> untuk saham biasa serta tidak ada pengaruh untuk saham preferen. |
| Kalay dan Shimrat (1987)    | Menguji reaksi harga obligasi pada saat pengeluaran modal baru.  | Harga obligasi, <i>return</i> saham, jumlah modal baru yang dikeluarkan.                 | <i>Event Study</i>           | AR negatif 3 % pada saat pengumuman dan reaksi negatif terhadap harga obligasi.                                     |

|  |  |   |                                 |   |
|--|--|---|---------------------------------|---|
| Barclay dan Litzenberg ( 1988 )          | Menguji reaksi harga saham <i>intraday</i> terhadap pengumuman <i>right issue</i> .                                | Transaksi demi transaksi dalam satu hari, harga pasar, <i>size</i> dari modal baru.   | <i>Regressi Cross-Sectional</i> | Harga saham turun 1,3 % dalam 15 menit pertama setelah pengumuman dan turun lagi 2,5 %.   |
| Arif Budiarto dan Zaki Baridwan ( 1999 ) | Menguji apakah pengumuman <i>right issue</i> yang dipublikasikan akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor. | <i>Return</i> saham, AR, jumlah lembar saham, dan <i>Trading Volume Activity</i> ( TVA )  | <i>Event Study</i>              | Tidak adanya perbedaan <i>return</i> saham yang diperoleh pada saat informasi tersebut dipublikasikan sampai lima hari setelah pengumuman.  |
| Agus Solikhin ( 2000 )                   | Menguji analisis dampak pengumuman <i>right issue</i> terhadap reaksi pasar di BEJ.                                | <i>Return</i> saham, AR, dan jumlah lembar saham  | <i>Event Study</i>              | Pada saat pengumuman dan pada sekitar pengumuman <i>right issue</i> ternyata tidak ditemukan <i>abnormal return</i> yang negatif dan signifikan.  |
| Puri Yusi Sari ( 2001 )                  | Menguji analisis pengaruh <i>right issue</i> terhadap <i>return</i> saham setelah <i>cum date</i> .                | Jumlah lembar saham baru, jumlah saham yang beredar ( var. ratio ), <i>Bid ask spread</i> dan harga pemesanan saham baru ( var. subspr ). | <i>Event Study</i>              | Adanya <i>right issue</i> reaksi pasar negatif pada <i>short event window</i> maupun <i>long event window</i> . <i>Bid-ask spread</i> dan rasio jumlah saham positif terhadap harga saham setelah <i>cum date</i> sedangkan diskon negatif. |

Sumber : Jurnal Riset Akuntansi Indonesia ( 1999 ), dan SNA IV

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

Perbedaan yang ada dalam penelitian ini dengan penelitian Budiarto dan Baridwan ( .1999 ) dan Solikhin ( 2000 ) yaitu untuk menghitung *abnormal return* pada penelitian ini akan menggunakan *mean - adjusted model* dalam perhitungan return ekspektasi ( *expected return* ), pemilihan *mean - adjusted model* dalam penelitian ini berdasarkan saran dari Solikhin ( 2000 ) karena *market model* yang

digunakan dalam penelitiannya untuk menaksir return yang sesungguhnya mungkin saja kurang sempurna dalam penaksiran *abnormal return* oleh sebab itu disarankan menggunakan *mean - adjusted model*. Sedangkan pada penelitian-penelitian sebelumnya, *abnormal return* dihitung dengan menggunakan *market - adjusted model* untuk perhitungan return ekspektasi ( Budiarto dan Baridwan, 1999 ) dan pada penelitian Solikhin ( 2000 ) menggunakan *market model* untuk perhitungan return ekspektasi, penelitian ini dalam penaksiran *abnormal return* jangka waktu estimasi yang akan digunakan adalah 200 hari yang mengacu pada Jogiyanto ( 1998 ) bahwa waktu estimasi antara 100 hari sampai 300 hari. Sebelumnya penelitian ini juga akan menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang yaitu tahun 1998 sampai dengan tahun 2002 ( 5 tahun ) namun karena antara tahun 1998 – tahun 1999 harga saham masih belum stabil akibat krisis moneter sehingga dikhawatirkan data akan bias nantinya, maka periode pengamatan ini akhirnya diperpendek menjadi 3 tahun antara tahun 2000 - tahun 2002 dan juga akan menambah variabel penelitian yang digunakan yaitu TVA ( *Trading Volume Activity* ) untuk mengukur likuiditas saham. Dalam penelitian ini perusahaan yang melakukan *right issue* dikelompokkan dalam dua kondisi yang berbeda, yaitu kelompok saham *good news* untuk perusahaan yang mempunyai *return* aktual ( *actual return* ) positif sebagai reaksi investor atas pengumuman *right issue* yang dianggap menguntungkan dan kelompok *bad news* untuk perusahaan yang mempunyai *return* aktual ( *actual return* ) 0 atau negatif sebagai reaksi investor atas pengumuman *right issue* yang dianggap merugikan atau tetap. Hal ini dilakukan untuk menghindari bias apabila *return* aktual dihitung secara rata-rata akumulatif serta untuk mengetahui dampak dari pengumuman *right issue* terhadap saham-saham yang mempunyai respon investor berbeda sebagai cerminan atas pengharapan investor yang berbeda pula.

### 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Kerangka pemikiran berfungsi sebagai penuntun sekaligus mencerminkan alur pikir dalam penelitian ini. Dalam penelitian ini pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi ( *information content* ), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar, dimana dalam penelitian ini adalah pengumuman *right issue*.

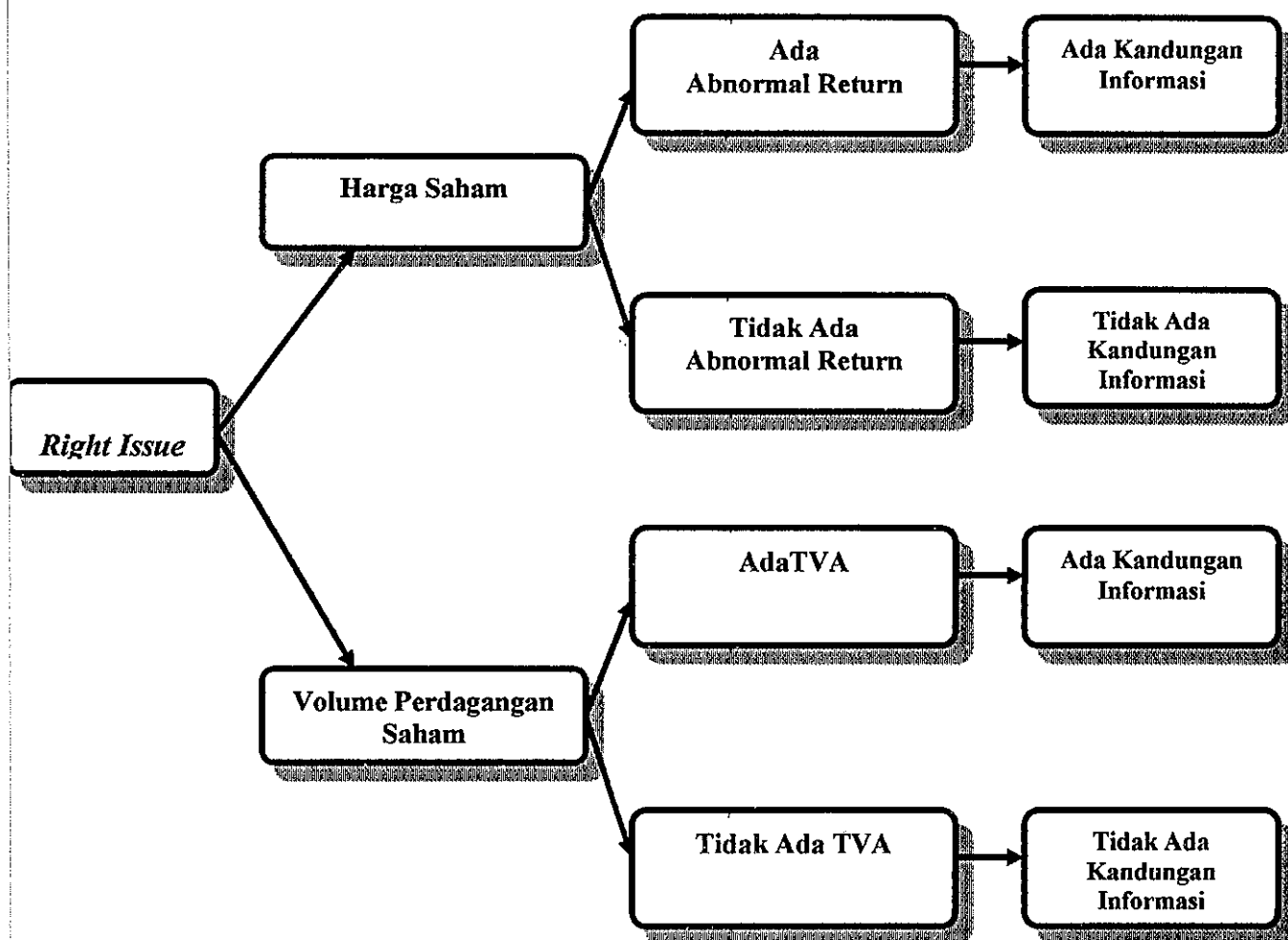
Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham yang biasanya diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan atau dengan menggunakan *abnormal return* dan perubahan volume perdagangan diukur dengan menggunakan ukuran *Trading Volume Activity* ( TVA ). Pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar, sebaliknya suatu pengumuman yang tidak memiliki kandungan informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar, perdagangan saham yang dilihat melalui indikator aktivitas volume perdagangan ( *Trading Volume Activity* ) digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah informasi tersebut membuat keputusan perdagangan di atas keputusan perdagangan yang normal.

Ada tidaknya kandungan informasi positif atau negatif akan menyebabkan ada atau tidaknya *abnormal return* saham dan ada tidaknya kandungan informasi positif atau negatif akan menyebabkan TVA dan akan berpengaruh positif atau negatif pada TVA. Kandungan informasi yang dimaksud adalah kandungan informasi yang berasal dari *right issue*.

Pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return* saham dan likuiditas saham akan tampak pada gambar 2.1 di bawah ini :

GAMBAR 2.1.

PENGARUH PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE* TERHADAP  
HARGA SAHAM DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM



**Keterangan :**

Model ini dibuat untuk menguji apakah model yang dikemukakan dalam buku Jogiyanto ( 1998 ; p. 318 ) dan jurnal Ghazali dan Solikhin ( 2003 ; p. 104 ) masih berlaku, dan model ini juga menambahkan variabel TVA ( *Trading Volume Activity* ) untuk mengukur likuiditas saham.

## 2.4. Hipotesis

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

**H<sub>1</sub>** : Rata-rata *Abnormal Return* saham setelah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan rata-rata *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*..

**H<sub>2</sub>** : Rata-rata *Abnormal Return* saham setelah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan rata-rata *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*..

**H<sub>3</sub>** : Rata-rata aktivitas perdagangan saham setelah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan rata-rata aktivitas perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news* .

**H<sub>4</sub>** : Rata-rata aktivitas perdagangan saham setelah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan rata-rata aktivitas perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

## 2.5. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel ini dimaksudkan untuk memberikan kesamaan pemahaman sekaligus memberi pembatasan terhadap beberapa nama yang digunakan dalam peneltian ini. Secara garis besar definisi variabel penelitian ini dijelaskan sebagai berikut :

1. *Right issue* adalah kegiatan penawaran umum terbatas kepada pemegang saham lama dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu ( bukti *right* ), lebih lanjut landasan hukum mengenai *right issue* ini diatur oleh Undang-undang

No. 8/1995 tentang Pasar Modal, pasal 82. Tanggal pengumuman *right issue* yang digunakan adalah *announcement date* ( tanggal saat pengumuman *right issue* ).

2. Perubahan harga saham harian perusahaan *i* dari 205 hari sebelum pengumuman *right issue* (  $t_{-205}$  ), pada saat tanggal pengumuman *right issue* (  $t = 0$  ) dan 5 hari setelah tanggal pengumuman *right issue* (  $t_{+5}$  ).
3. Harga saham (  $P_{it}$  ) selanjutnya akan digunakan untuk menghitung *return* saham aktual individu / *actual return* (  $R_{it}$  ), yang dapat dirumuskan sebagai berikut :
4. Harga saham adalah harga penutupan harian ( *daily closing price* ).
5. *Return* saham merupakan tingkat kembalian yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi yang dilakukan. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi yang merupakan *capital gain* selama *event period* yaitu 205 hari dan *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang, sedangkan *return* tidak normal ( *abnormal return* ) merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi dengan *return* ekspektasi harian masing-masing saham.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

6. Likuiditas saham merupakan suatu indikator dari reaksi pasar terhadap suatu pengumuman yang diukur dengan *Trading Volume Activity* ( *TVA* ). Dalam penelitian ini yang digunakan adalah parameter aktivitas volume perdagangan saham yaitu jumlah saham yang beredar dan volume perdagangan saham harian perusahaan-perusahaan yang menjadi objek penelitian yang tercatat di BEJ selama periode penelitian.
7. *Good news* merupakan kelompok perusahaan sampel yang mempunyai *return* saham (  $R_{it}$  ) aktual individual ( *actual return* ) positif, yaitu jika *return* yang

terjadi dalam periode peristiwa pada waktu ke  $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya ( $t_1$ ) bernilai positif. Suatu perusahaan dianggap menghasilkan *actual return* positif apabila perusahaan tersebut mengalami peningkatan *actual return* pada waktu ke  $t$  dibanding waktu  $t_1$ .

8. *Bad news* merupakan kelompok perusahaan sampel yang mempunyai *return* saham ( $R_{it}$ ) aktual individual (*actual return*) 0 atau negatif, yaitu jika *return* yang terjadi dalam periode peristiwa pada waktu ke  $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya ( $t_1$ ) bernilai 0 atau negatif. Suatu perusahaan dianggap menghasilkan *actual return* 0 atau negatif apabila perusahaan tersebut tidak mengalami perubahan *actual return* atau mengalami penurunan *actual return* pada waktu ke  $t$  dibanding waktu  $t_1$ .

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

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

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang mengeluarkan pengumuman *right issue* untuk periode tiga tahun mulai tahun 2000 sampai tahun 2002.

. Prosedur penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan pertimbangan ( *judgement sampling* ) artinya populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah yang memenuhi kriteria sampel sesuai dengan yang telah ditentukan. Dalam penelitian ini sampel saham yang dipilih sebagai berikut :

1. Hari ( tanggal ) pengumuman *right issue*.
2. Saham yang digunakan dalam penelitian adalah saham-saham yang aktif diperdagangkan di BEJ, menurut surat edaran BEJ No. SEO-03/BEJ II.1/1/1994. Kriteria likuid adalah saham yang terus aktif diperdagangkan sebanyak 75 kali atau lebih selama 3 bulan.
3. Apabila lima hari sebelum, pada tanggal, dan lima hari sesudah pengumuman *right issue* bersamaan dengan kejadian lain yang secara langsung mempengaruhi perubahan harga saham dan volume perdagangan saham [ misal *stock split* ( pemecahan saham ), *merger*, dividen saham, pembagian saham bonus, tanggal

penerbitan laporan keuangan, baik interim maupun tahunan ] maka perusahaan tersebut dibatalkan sebagai sampel penelitian.

4. Peneliti bisa mendapatkan hari pengumuman, yaitu *announcement date* di *JSX Statistic 4<sup>th</sup> Quarter*. Jika ternyata peneliti gagal, karena data tidak lengkap maka perusahaan tersebut tidak digunakan sebagai sampel.
5. Perusahaan tidak dilikuidasi.
6. Sampel akhir yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 22 perusahaan, terdiri dari 10 perusahaan untuk kelompok *good news* dan 12 perusahaan untuk kelompok *bad news*, yang mengeluarkan pengumuman *right issue* untuk tahun 2000 sampai dengan tahun 2002, dapat dijelaskan dalam tabel berikut ini :

**TABEL 3.1.**

**Nama Perusahaan dan Tanggal Pengumuman *Right Issue***

| No | CODE        | Nama Perusahaan                    | <i>Announcement Date</i> |
|----|-------------|------------------------------------|--------------------------|
| 1  | <b>BUMI</b> | Bumi Resources                     | 25 Mei 2000              |
| 2  | <b>SDPC</b> | Millennium Pharmacon International | 3 Juli 2000              |
| 3  | <b>ESTI</b> | Ever Shine Textile Indonesia       | 11 Juli 2000             |
| 4  | <b>TCID</b> | Tancho Indonesia                   | 3 Agustus 2000           |
| 5  | <b>BNLI</b> | Bank Bali                          | 13 Oktober 2000          |
| 6  | <b>TFCO</b> | Tifico                             | 7 November 2000          |
| 7  | <b>TIRA</b> | Tira Austenite                     | 9 Januari 2001           |
| 8  | <b>PTSP</b> | Pioneerindo Gourmet International  | 2 Februari 2001          |
| 9  | <b>ABDA</b> | Asuransi Bina Dana Arta            | 6 Februari 2002          |
| 10 | <b>NISP</b> | Bank NISP                          | 7 Februari 2001          |
| 11 | <b>BNPK</b> | Bank Pikko                         | 25 Mei 2001              |

|    |             |                                    |                   |
|----|-------------|------------------------------------|-------------------|
| 12 | <b>LPPF</b> | Pacific Utama                      | 6 Agustus 2001    |
| 13 | <b>MAYA</b> | Bank Mayapada                      | 9 Agustus 2001    |
| 14 | <b>HERO</b> | Hero Supermarket                   | 4 September 2001  |
| 15 | <b>RMBA</b> | Bentoel International Investama    | 18 Februari 2002  |
| 16 | <b>CPPR</b> | CP Prima                           | 28 Juni 2002      |
| 17 | <b>NISP</b> | Bank NISP                          | 22 Juli 2002      |
| 18 | <b>MEGA</b> | Bank Mega                          | 23 Juli 2002      |
| 19 | <b>MAYA</b> | Bank Mayapada                      | 5 Agustus 2002    |
| 20 | <b>SDPC</b> | Millennium Pharmacon International | 6 Agustus 2002    |
| 21 | <b>BNII</b> | Bank International Indonesia       | 12 September 2002 |
| 22 | <b>BBIA</b> | Bank Buana Indonesia               | 12 September 2002 |

Sumber : *JSX Statistics 4<sup>th</sup> Quarter*

### 3.2. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta ( BEJ ) yang mengeluarkan pengumuman *right issue*, yaitu data harga saham harian, data volume perdagangan saham harian dan data jumlah saham yang beredar. Data tersebut diperoleh melalui *Jakarta Stock Exchange Statistics*, daftar kurs efek harian, *Fact Book* tahun 2000 sampai tahun 2003, dan *Indonesia Capital Market Directory*, yang dikeluarkan oleh *Research & Development Division* dan diperoleh di pojok BEJ UNDIP, pojok BEJ UNIKA Soegijapranata Semarang, dan melalui media internet ( [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), [www.e-bursa.com](http://www.e-bursa.com), dan [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id) ).

### 3.3. Prosedur Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini adalah data historis tahun 2000, 2001, dan 2002 yang meliputi data nama perusahaan yang mengumumkan *right issue*, data harga saham harian, data volume perdagangan saham harian dan jumlah saham yang beredar.

Penggunaan periode jendela selama 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah pengumuman. Hal ini diharapkan agar data yang diperoleh benar-benar dapat mencerminkan keadaan yang sebenarnya. Juga didasarkan pada penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Brown dan Walter ( 1986 ), Singh ( 1997 ), dan Sheehan, et al ( 1997 ) yang diacu dalam Budiarto dan Baridwan ( 1999 ). *Return* saham dan volume perdagangan pada 5 hari sebelum dan sesudah tanggal pengumuman digunakan untuk menghindari adanya *confounding effect* ( seperti pembagian dividen, saham bonus, dan *stock split* ) yang akan menyebabkan *return* dan volume perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan mengalami perubahan. Di Bursa Efek Jakarta selisih waktu antara tanggal pengumuman dengan tanggal *ex right* biasanya sangat pendek, berkisar 5 hari. Oleh karena itu, untuk melihat perubahan harga saham dan volume perdagangan saham yang disebabkan oleh adanya *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 pengaruhnya ( Budiarto dan Baridwan, 1999 ).

Penelitian ini menggunakan *pooling data* yaitu data banyak perusahaan selama beberapa tahun. Cooper dan Emory ( 1995 ), dalam Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) menyatakan bahwa keuntungan penelitian dengan bentuk seperti ini adalah dapat mengikuti perubahan yang terjadi dari waktu ke waktu. Pemilihan data selama tiga tahun ( tahun 2000 – tahun 2002 ) tersebut berdasarkan asumsi bahwa pemilihan

periode tersebut adalah setelah terjadinya krisis moneter tahun 1997 dan antara tahun 1997 – tahun 1999 data untuk harga saham masih belum stabil sehingga dikhawatirkan akan terjadi bias pada hasil pengolahan data tersebut.

### 3.4. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *event study* yang tujuannya untuk menguji apakah terdapat *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar pengumuman dari suatu peristiwa atau kejadian yang bersifat khusus.

Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 200 hari perdagangan yang mengacu pada Jogiyanto ( 1998 ) bahwa periode estimasi antara 100 hari sampai 300 hari dan periode pengamatan atau *event window* yang digunakan adalah 11 hari yaitu terdiri dari  $t_{-5}$  sampai dengan  $t_{+5}$  dengan  $t_0$  adalah hari pengumuman *right issue*

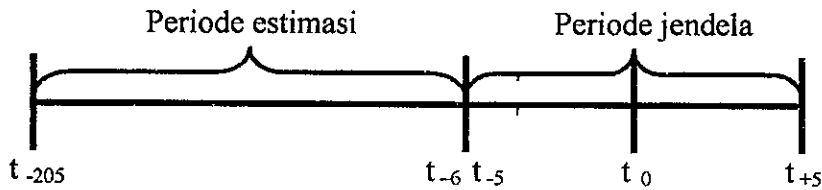
. Tanggal pengumuman yang digunakan dalam penelitian ini adalah tanggal saat pengumuman *right issue* ( *announcement date* ). Pemilihan tanggal *announcement date* tersebut berdasarkan asumsi bahwa reaksi pasar dapat langsung terlihat pada saat pengumuman *right issue* sehingga data tidak kadaluwarsa, dan sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya seperti Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) dan Ghozali dan Solikhin ( 2003 ).

### 3.5. Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan pendekatan studi peristiwa ( *event study* ) yang bertujuan untuk mengetahui reaksi sebelum dan sesudah dari pengumuman *right issue* terhadap *return* saham dan likuiditas saham.

*Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu event yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Jogiyanto ( 1998 ) menyatakan bahwa *event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi ( *information content* ) yang dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sedangkan Kritzman ( 1994 ), menyatakan bahwa *event study* bertujuan untuk mengukur pengaruh peristiwa terhadap *return* sekuritas.

Penelitian ini menggunakan periode estimasi ( *estimation period* ) adalah 200 hari yaitu mulai dari hari ke -205 hari sampai -5 hari sebelum hari pengumuman, dan -1 hari saat pengumuman *right issue*, periode estimasi ini digunakan untuk memperoleh *return* ekspektasi dengan menggunakan *mean - adjusted model*. Periode peristiwa ( *event period* ) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa ( *event window* ) adalah 11 hari yaitu 5 hari sebelum pengumuman, 1 hari saat pengumuman dan 5 hari setelah pengumuman *right issue*. Lamanya jendela peristiwa yang relatif pendek, karena peneliti menganggap bahwa pengumuman *right issue* merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor dan untuk mengurangi *countfounding effect*. Disamping itu sesuai yang dilakukan Brown dan Warner ( 1985 ), dalam Jogiyanto ( 1999 ).



Dimana :

$t_{-205} - t_{-6}$  merupakan periode estimasi.

$t_{-5} - t_{+5}$  merupakan periode jendela.

$t_0$  merupakan saat terjadinya peristiwa.

Tahap perhitungan *return* saham dan likuiditas saham dapat dijelaskan sebagai berikut :

**a. Penghitungan *Return* Saham Aktual Individu ( *Actual Return* ) harian ( Jogyanto, 1998 )**

Untuk menghitung *return* saham diperlukan informasi harga saham (  $P_{it}$  ) adalah harga saham  $i$  pada tanggal  $t$  setelah penutupan ( *closing price* ) selama periode pengamatan untuk tahun 2000, 2001 dan 2002. Perhitungan *return* saham (  $R_{it}$  ) aktual individual yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

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

Dimana :

$R_{it}$  = *Return* saham  $i$  pada hari  $t$

$P_{it}$  = Harga penutupan saham  $i$  pada hari  $t$

$P_{it-1}$  = Harga penutupan saham  $i$  pada hari  $t_{-1}$

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

**b. Penghitungan *Return* Ekspektasi**

Penghitungan *return* ekspektasi dalam penelitian ini menggunakan :

**Model Disesuaikan Rata-rata ( *mean – adjusted model* ) (Jogiyanto, 1998).**

Model ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi ( *estimation period* ) sebagai berikut :

$$E[ R_{it} ] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{ij}}{T} \dots\dots\dots( 2 )$$

Dimana :

$E[ R_{it} ]$  = *Return* ekspektasi sekuritas ke  $i$  pada periode peristiwa ke  $t$ .

$R_{ij}$  = *Return* realisasi sekuritas ke  $i$  pada periode estimasi ke  $j$ .

$T$  = Lamanya periode estimasi, yaitu dari  $t_1$  sampai dengan  $t_2$ .

Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi (  $T$  ) ini. Lama periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari 100 sampai dengan 300 hari untuk data harian dan berkisar dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan. Periode estimasi ( *estimation period* ) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa ( *event period* ) disebut juga dengan periode pengamatan atau jendela peristiwa ( *event window* ). Panjang dari jendela ini juga bervariasi. Lama dari jendela yang umum digunakan berkisar 3 hari sampai dengan 121 hari untuk data harian dan 3 bulan sampai dengan 121 bulan untuk data bulanan ( Jogiyanto, 1999 ).

**c. Perhitungan *Abnormal Return***

*Abnormal return* merupakan selisih antara tingkat *return* saham aktual dengan tingkat *return* saham yang diharapkan.

$$RTN_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots(3)$$

Dimana :

$RTN_{it}$  = *Abnormal return* untuk saham i pada hari t

$R_{it}$  = *Return* saham i pada hari t

$E(R_{it})$  = *Return* ekspektasi sekuritas ke -i untuk periode peristiwa ke -t

*Cumulative Abnormal Return ( CAR )* atau kumulatif *abnormal return* yaitu penjumlahan *abnormal return* selama periode pengamatan ( *event window* ) 5 hari sebelum dan 5 hari setelah tanggal pengumuman. Dapat dihitung sebagai berikut :

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=t}^t RTN_{i,a} \dots\dots\dots(4)$$

Dimana :

$CAR_{i,t}$  = *Cumulative abnormal return* saham ke-i pada hari ke-t

$RTN_{i,a}$  = *Return* tidak normal ( *abnormal return* ) untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai hari awal periode jendela sampai hari ke-t.

N = Jumlah saham.

*Cumulative Average Abnormal Return ( CAAR<sub>t</sub> )* atau kumulatif rata-rata *abnormal return* yaitu penjumlahan *abnormal return* selama periode pengamatan ( *event window* ) 5 hari sebelum dan 5 hari setelah tanggal pengumuman dibagi jumlah sampel ( N ). Dapat dihitung sebagai berikut :

$$CAAR_t = \frac{\sum RTN_{i,t}}{N} \dots\dots\dots(5)$$

**d. Penghitungan Likuiditas Saham**

Likuiditas saham akan diukur dengan aktivitas volume perdagangan saham dilihat dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity* ( TVA ) dengan rumusan sebagai berikut :

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang beredar ( listing ) pada waktu } t} \dots\dots(6)$$

Setelah TVA masing-masing saham diketahui, kemudian dihitung rata-rata volume perdagangan untuk semua sampel dengan rumusan sebagai berikut :

$$\bar{XTVA} = \frac{\sum_{i=1}^n TVA_i}{n} \dots\dots\dots(7)$$

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

**e. Pengujian Statistik Terhadap *Abnormal Return* dan TVA**

Uji normalitas data dalam penelitian dilakukan sebelum uji hipotesis untuk menentukan apakah data terdistribusi normal atau tidak, yang akan menentukan penggunaan alat uji statistiknya. Uji normalitas ini menggunakan *Kolmogorov Smirnov Test* pada rata-rata *abnormal return* ( AAR ) sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* dan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham ( TVA )

sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*, jika data diketahui normal maka digunakan uji t untuk menganalisis data dan jika data tidak normal maka uji nonparametrik dioperasionalkan yaitu uji *Wilcoxon*,

Uji t yaitu dengan *Paired Sample T test* digunakan untuk menentukan signifikansi masing-masing hipotesis null yang telah dirumuskan dengan menggunakan program SPSS versi 11. Namun jika data tidak normal maka uji *t paired* diganti dengan uji nonparametrik yang khusus digunakan untuk dua sampel berhubungan, yakni uji *Wilcoxon* untuk menentukan masing-masing hipotesis null yang telah dirumuskan dengan menggunakan program SPSS versi 11. Teknik pengujian yang dilakukan adalah dengan pengujian *t test* sebagai berikut :

Hipotesis 1 :  $H_{a1} : \mu_1 \neq \mu_2$

$H_{a1}$  : Hipotesis pertama.

$H_{a1}$  : Ada perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan rata-rata *abnormal return* sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.

$\mu_1$  : Rata-rata *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman *right issue* saham *good news*.

$\mu_2$  : Rata-rata *abnormal return* sesudah tanggal pengumuman *right issue* saham *good news*.

Hipotesis 2 :  $H_{a2} : \mu_1 \neq \mu_2$

$H_{a2}$  : Hipotesis kedua.

$H_{a2}$  : Ada perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan rata-rata *abnormal return* sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

$\mu_1$  : Rata-rata *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman *right issue* saham *bad news*.

$\mu_2$  : Rata-rata *abnormal return* sesudah tanggal pengumuman *right issue* saham *bad news*.

Hipotesis 3 :  $H_{a3} : \mu_1 \neq \mu_2$

$H_{a3}$  : Hipotesis ketiga.

$H_{a3}$  : Ada perbedaan antara rata-rata TVA sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan rata-rata TVA sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news*.

$\mu_1$  : Rata-rata TVA sebelum tanggal pengumuman *right issue* saham *good news*.

$\mu_2$  : Rata-rata TVA sesudah tanggal pengumuman *right issue* saham *good news*.

Hipotesis 4 :  $H_{a4} : \mu_1 \neq \mu_2$

$H_{a4}$  : Hipotesis keempat.

$H_{a4}$  : Ada perbedaan antara rata-rata TVA sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan rata-rata TVA sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *bad news*.

$\mu_1$  : Rata-rata TVA sebelum tanggal pengumuman *right issue* saham *bad news*.

$\mu_2$  : Rata-rata TVA sesudah tanggal pengumuman *right issue* saham *bad news*.

Dasar pengambilan keputusan pada uji t, jika t hitung > dari t tabel atau probabilitas < 0,05 maka hipotesis null (  $H_0$  ) ditolak. Sebaliknya jika t hitung < dari t tabel atau probabilitasnya > 0,05 maka hipotesis null (  $H_0$  ) diterima. Tingkat signifikansi (  $\alpha$  ) yang digunakan sebesar 5 % ( sering disebut sebagai taraf 5 persen ). Mason ( 1999 ), menyebutkan bahwa tidak ada satu taraf signifikansi yang diterapkan untuk semua penelitian. Pada umumnya 0,05 dipilih untuk proyek penelitian konsumen, 0,01 untuk pengendalian mutu, dan 0,10 biasanya dipakai untuk jejak pendapat politik.

## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Sebagaimana telah disebutkan di muka, bahwa penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah pengumuman *right issue* akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal, yang dilihat dari *return* saham dan likuiditas saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*, dan menguji ada tidaknya perbedaan *return* saham ( *abnormal return* ) dan aktivitas volume perdagangan ( likuiditas saham ) sebelum dan setelah pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news* dan *bad news*. Berdasarkan data yang telah diperoleh terdapat 22 perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* ( 10 perusahaan merupakan kelompok saham *good news* dan 12 perusahaan merupakan kelompok saham *bad news* ) atau penawaran terbatas selama 3 periode yaitu dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. dalam Bab IV ini, secara berturut-turut akan diuraikan mengenai Gambaran Umum Perusahaan, Deskripsi Statistik, Hasil Analisis Data, dan Pembahasan Hasil Penelitian.

#### 4.1 Gambaran Umum Perusahaan

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

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

Berdasarkan keputusan Menteri Keuangan No. 289737/UU tanggal 1 Nopember 1951, Bursa Efek Jakarta (BEJ) akhirnya dibuka kembali pada tanggal 3

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

Pada tanggal 10 Agustus 1977 secara resmi pemerintah membuka pasar modal Indonesia yang ditandai dengan go publiknya PT. Semen Cibinong yang merupakan perusahaan pertama yang tercatat di BEJ. Sebelumnya ditetapkan Keputusan Presiden No. 52 tahun 1976 mengenai pendirian pasar modal, pembentukan Badan Pembina Pasar Modal, pembentukan Badan Pelaksana Pasar Modal ( BAPEPAM ) dan PT. Danareksa.

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

Pada tanggal 22 Mei 1995 BEJ mulai mengoperasikan sistem operasi perdagangan efek yang dikenal dengan *Jakarta Automated Trading System ( JATS )*. Sistem ini mampu menangani transaksi yang semula maksimal 3.800 transaksi per

hari menjadi 500.000 transaksi per hari. Mulai tahun 1996, perusahaan di luar Jakarta dapat melakukan perdagangan secara jarak jauh ( *Remote Trading* ) dengan BEJ.

Sekitar bulan Juli 1997 krisis moneter melanda Indonesia. Krisis moneter ini dimulai dari permintaan dolar Amerika yang berlebihan yang berakibat nilai rupiah menurun tajam. Indeks Harga Saham Gabungan ( IHSG ) pada tanggal 8 Juli 1997 tercatat sebesar 750,83 poin dan turun sekitar 194,14 poin ( 25,86% ) menjadi 546,69 poin di akhir bulan ( 30 September 1997 ). Untuk mencegah menurunnya nilai rupiah, maka Bank Indonesia menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia ( SBI ). Tingkat suku bunga deposito yang tinggi diharapkan agar pemilik modal akan menanamkan uangnya dalam bentuk deposito sehingga akan mengurangi permintaan terhadap dolar ( Jogiyanto, 2000 ).

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

#### **4.1.2 Profil Perusahaan**

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

Dalam bab ini akan diuraikan secara garis besar mengenai profil perusahaan yang menjadi sampel penelitian pada periode waktu tahun 2000 sampai dengan tahun

2002. Berdasarkan 22 sampel perusahaan yang ada, akan diklasifikasikan dalam empat kategori, yaitu berdasar kategori jenis perusahaan, *total asset*, kepemilikan saham (*ownership*) dan *earning per share* (EPS).

Perusahaan yang melakukan *right issue* dalam periode tahun 2000 - 2002 dapat dikelompokkan menjadi 5 jenis perusahaan, dapat dilihat dalam tabel 4.1.

**Tabel 4.1**  
**Jenis Perusahaan yang Melakukan *Right Issue* Periode Tahun 2000 - 2002**

| JENIS PERUSAHAAN   | JUMLAH PERUSAHAAN | PERSENTASE |
|--|-------------------|------------|
|  |                   | (%)        |
| <i>Animal Feed and Husbandry</i>   | 1                 | 4,5        |
| <i>Banking; Credit Agencies Other Than Bank; Securities; Insurance and Real Estate</i> | 11                | 50         |
| <i>Manufacturing</i>   | 7                 | 31,8       |
| <i>Mining and Mining Services</i>  | 1                 | 4,5        |
| <i>Whole Sale and Retail Trade</i>   | 2                 | 9,1        |
| <b>JUMLAH</b>  | <b>22</b>         | <b>100</b> |

Sumber : data sekunder, diolah

Pada tabel 4.1 perusahaan yang melakukan *right issue* dapat dikelompokkan menjadi 5 jenis perusahaan yang terdiri dari 1 perusahaan yang termasuk *Animal Feed and Husbandry* atau sebesar 4,5 % dari seluruh jumlah sampel, 11 perusahaan yang termasuk *Banking; Credit Agencies Other Than Bank; Securities; Insurance dan Real Estate* atau sebesar 50 % dari seluruh perusahaan sampel, 7 perusahaan *Manufacturing* atau sebesar 31,8 % dari seluruh perusahaan sampel, 1 perusahaan *Mining and Mining Services* atau sebesar 4,5 % dari seluruh perusahaan sampel dan 2 perusahaan yang termasuk *Whole Sale and Retail Trade* atau 9,1% dari seluruh perusahaan sampel.

Berdasarkan tabel 4.1 di atas dapat disimpulkan bahwa jenis perusahaan yang paling banyak melakukan aktivitas *right issue* antara periode tahun

2000 hingga tahun 2002 adalah perusahaan berjenis *Banking; Credit Agencies Other Than Bank; Securities; Insurance dan Real Estate*, yaitu 11 perusahaan atau sebesar 50 % dari seluruh perusahaan sampel dan kemudian disusul jenis perusahaan *Manufacturing* yaitu sebesar 31,8 % dari seluruh jumlah sampel, untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada lampiran 1.

#### 4.1.2.2 Total Asset Perusahaan

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

**Tabel 4.2**  
**Total Asset Perusahaan yang Melakukan Right Issue**  
**Periode Tahun 2000 - 2002**

| TOTAL ASSET           | JUMLAH PERUSAHAAN | PERSENTASE |
|-----------------------|-------------------|------------|
| (jutaan rupiah)       |                   | (%)        |
| < 500.000             | 7                 | 31,8       |
| 500.000 s/d 1.000.000 | 2                 | 9,1        |
| > 1.000.000           | 13                | 59,1       |
| <b>JUMLAH</b>         | <b>22</b>         | <b>100</b> |

Sumber : data sekunder, diolah

Apabila dilihat dari *total asset* 22 perusahaan sampel yang melakukan *right issue* dapat dibagi ke dalam 3 kelompok, yaitu *total asset* yang kurang dari Rp. 500 miliar, antara Rp. 500 miliar sampai Rp. 1 triliun dan lebih dari Rp. 1 triliun, akan terlihat bahwa dari 22 perusahaan yang mempunyai *total asset* kurang dari Rp. 500 miliar sebanyak 7 perusahaan atau sebesar 31,8 % dari seluruh perusahaan sampel, sedangkan *total asset* antara Rp. 500 miliar sampai Rp. 1 triliun adalah sebanyak 2 perusahaan atau sebesar 9,1 % dari seluruh perusahaan sampel, dan *total asset* lebih dari Rp. 1 triliun adalah sebanyak 13 perusahaan atau sebesar 59,1 % dari seluruh perusahaan sampel. Berdasarkan tabel 4.2 di atas dapat disimpulkan bahwa besarnya *total asset* perusahaan yang melakukan *right issue* dari tahun 2000 sampai dengan

2002 ternyata sebagian besar perusahaan yang mempunyai *total asset* diatas Rp. 1 triliun , selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 1.

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

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

**Tabel 4.3**  
**Kepemilikan Saham ( *Ownership* ) Perusahaan yang Melakukan *Right Issue***  
**Periode Tahun 2000 - 2002**

| <i>OWNERSHIP</i> | <i>INSTITUTIONAL</i> | <i>PERSENTASE</i> | <i>PUBLIC</i> | <i>PERSENTASE</i> |
|------------------|----------------------|-------------------|---------------|-------------------|
|                  |                      | (%)               |               | (%)               |
| < 30%            | 1                    | 4,5               | 20            | 90,9              |
| 30% - 60%        | 0                    | 0                 | 1             | 4,5               |
| > 60%            | 21                   | 95,5              | 1             | 4,5               |
| <b>JUMLAH</b>    | <b>22</b>            | <b>100</b>        | <b>22</b>     | <b>100</b>        |

Sumber : data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 4.3 maka dapat disimpulkan dari kepemilikan saham ( *ownership* ) *institutional* dengan *public*, ternyata kepemilikan saham *institutional* lebih besar daripada kepemilikan *public*. Kepemilikan saham yang jumlahnya lebih besar dari 60 % ternyata dimiliki oleh *institutional* sebanyak 95,5 % dibandingkan dengan kepemilikan saham *public* yaitu hanya sebesar 4,5 %. Keterangan lebih lengkap dapat dilihat dalam lampiran 1.

#### 4.1.2.4 *Earning ( loss ) Per Share* Perusahaan

Berdasarkan tabel 4.4 maka tampak bahwa dari 22 perusahaan sampel yang melakukan *right issue* dikelompokkan menjadi dua kelompok, yaitu perusahaan yang memperoleh EPS positif dan perusahaan yang mempunyai EPS 0 dan negatif. Jika dilihat dari tabel 4.4 akan terlihat bahwa dari 22 perusahaan yang mempunyai EPS positif sebanyak 17 perusahaan atau 77,3 % dari keseluruhan jumlah sampel.

Sedangkan perusahaan yang mempunyai EPS 0 dan negatif sebanyak 5 perusahaan atau 22,7 % dari keseluruhan sampel.

**Tabel 4.4**  
***Earning ( loss ) Per Share*** Perusahaan yang Melakukan *Right Issue*  
Periode Tahun 2000 - 2002

| EPS           | JUMLAH PERUSAHAAN | PERSENTASE |
|---------------|-------------------|------------|
|               |                   | (%)        |
| Positif       | 17                | 77,3       |
| Negatif       | 5                 | 22,7       |
| <b>JUMLAH</b> | <b>22</b>         | <b>100</b> |

Sumber : data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 4.4 tersebut dapat disimpulkan bahwa dari 22 perusahaan yang mempunyai EPS 0 dan negatif sebanyak 5 perusahaan dan 17 perusahaan mempunyai EPS positif. Hal ini selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 1.

#### 4.2 Deskripsi Statistik

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

Analisis statistik deskripsi untuk variabel *return* saham yang dilihat dari *abnormal return* yaitu *Average Abnormal Return* ( AAR ) sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik untuk kelompok *good news* maupun *bad news*. Sedangkan variabel likuiditas saham diukur dengan menggunakan parameter *Aktivitas Volume Perdagangan Saham* ( TVA ) sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik untuk *good news* maupun *bad news*. Selengkapnya disajikan dalam tabel 4.5.

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

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

|                  | Variabel  | N  | Min     | Max    | Mean    | St. Dev |
|------------------|-----------|----|---------|--------|---------|---------|
| <i>Good news</i> | AAR Sbl   | 10 | -0,0073 | 0,1701 | 0,0274  | 0,0541  |
|                  | AAR Ssdh  | 10 | -0,0312 | 0,0688 | 0,0117  | 0,0264  |
| <i>Bad news</i>  | AAR Sbl   | 12 | -0,0596 | 0,0256 | -0,0079 | 0,0211  |
|                  | AAR Ssdh  | 12 | -0,0656 | 0,0026 | -0,0113 | 0,0207  |
| <i>Good news</i> | ATVA Sbl  | 10 | 0,0000  | 0,0092 | 0,0010  | 0,0029  |
|                  | ATVA Ssdh | 10 | 0,0000  | 0,0503 | 0,0051  | 0,0159  |
| <i>Bad news</i>  | ATVA Sbl  | 12 | 0,0000  | 0,0139 | 0,0013  | 0,0040  |
|                  | ATVA Ssdh | 12 | 0,0000  | 0,0153 | 0,0015  | 0,0044  |

Sumber : data sekunder, diolah

Tabel 4.5 di atas memperlihatkan deskripsi statistik ( jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi ) dari rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik untuk *good news* dan *bad news*. Tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* adalah sebesar 0,0274 dan 0,0117 untuk *good news* sedangkan untuk *bad news* sebelum tanggal pengumuman *right issue* sebesar -0,0079 dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* sebesar -0,0113. Sedangkan untuk nilai rata-rata TVA sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* sebesar 0,0010 dan 0,0051

untuk *good news* dan *bad news* 0,0013 sebelum dan 0,0015 sesudah tanggal pengumuman *right issue*.

Nilai standar deviasi untuk menunjukkan seberapa jauh nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan. Adapun standar deviasi rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* sebesar 0,0541 dan 0,0264 untuk *good news* ; dan untuk *bad news* 0,0211 sebelum dan 0,0207 sesudah tanggal pengumuman *right issue*. Sedangkan standar deviasi untuk rata-rata TVA sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* sebesar 0,0029 dan 0,00159 untuk *good news* serta 0,0040 sebelum dan 0,0044 sesudah tanggal pengumuman *right issue* untuk *bad news*. Adapun jumlah sampel, nilai minimum dan nilai maksimum baik dari rata-rata *abnormal return* dan rata-rata TVA dengan kategori *good news* dan *bad news* selengkapnya dapat dilihat pada tabel 4.5 deskriptif statistik.

### 4.3 Hasil Analisis Data

Langkah-langkah yang dilakukan dalam analisis data adalah perhitungan *return* saham aktual individual ( *actual return* ) harian selama *estimation period* yaitu selama 200 hari. Hasil dari perhitungan *return* saham individual harian selama periode peristiwa ( *event period* ) yang terdapat pada lampiran 4 dan 5, diklasifikasikan dalam kategori *good news* ( *actual return* positif ) dan *bad news* ( *actual return* nol dan negatif ).

Setelah *return* saham harian diketahui, maka dicari rata-rata *actual return* selama periode estimasi, untuk digunakan sebagai *expected return*, sehingga dapat dihitung *abnormal return* selama *event period* atau selama 11 hari pengamatan. Setelah *abnormal return* harian diperoleh maka selanjutnya dicari rata-rata *abnormal return* harian. Hasil dari perhitungan *return* aktual saham harian, *expected return*,

*abnormal return* dan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* dalam kategori *good news* dan *bad news* dapat dilihat pada lampiran 4 dan 5.

Perhitungan volume aktivitas perdagangan saham dilakukan dengan membagi jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah volume saham yang diterbitkan (jumlah saham beredar). Hasil perhitungan volume aktivitas saham juga dibagi dalam dua kategori, yaitu *good news* dan *bad news*, selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 6 dan 7.

#### 4.3.1 Uji Normalitas Data

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

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

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

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

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

|                                  |                | Rata-rata ARit<br>Sebelum | Rata-rata ARit<br>Sesudah |
|----------------------------------|----------------|---------------------------|---------------------------|
| N                                |                | 10                        | 10                        |
| Normal Parameters <sup>a,b</sup> | Mean           | .027421599                | .011700800                |
|                                  | Std. Deviation | .0541359521               | .0263661109               |
| Most Extreme<br>Differences      | Absolute       | .323                      | .271                      |
|                                  | Positive       | .323                      | .271                      |
|                                  | Negative       | -.261                     | -.240                     |
| Kolmogorov-Smirnov Z             |                | 1.021                     | .858                      |
| Asymp. Sig. (2-tailed)           |                | .248                      | .453                      |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : data sekunder, diolah

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

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

|                                  |                | AARit<br>Sebelum | AARit<br>Sesudah |
|----------------------------------|----------------|------------------|------------------|
| N                                |                | 12               | 12               |
| Normal Parameters <sup>a,b</sup> | Mean           | -.007906167      | -.011315833      |
|                                  | Std. Deviation | .0210875403      | .0207002964      |
| Most Extreme<br>Differences      | Absolute       | .196             | .272             |
|                                  | Positive       | .196             | .251             |
|                                  | Negative       | -.193            | -.272            |
| Kolmogorov-Smirnov Z             |                | .678             | .943             |
| Asymp. Sig. (2-tailed)           |                | .747             | .336             |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : data sekunder, diolah

Tabel 4.6 dan 4.7 menunjukkan bahwa rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* adalah data yang mengikuti distribusi normal dengan nilai probabilitas  $0,248 > 0,05$  dan  $0,453 > 0,05$  untuk *good news*, maka  $H_0$  tidak dapat ditolak. Begitu pula dengan rata-rata akumulasi *abnormal return*

sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* kategori *bad news* nilai probabilitasnya sebesar 0,747 dan 0,336 jauh di atas nilai signifikansi 0,05. Jadi dapat disimpulkan bahwa data rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* baik untuk *good news* maupun *bad news* mempunyai distribusi normal.

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

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

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

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

|                                  |                | Rata-rata TVA<br>Sebelum | Rata-rata TVA<br>Sesudah |
|----------------------------------|----------------|--------------------------|--------------------------|
| N                                |                | 10                       | 10                       |
| Normal Parameters <sup>a,b</sup> | Mean           | .001026300               | .005140230               |
|                                  | Std. Deviation | .0028784540              | .0158730149              |
| Most Extreme Differences         | Absolute       | .430                     | .508                     |
|                                  | Positive       | .430                     | .508                     |
|                                  | Negative       | -.361                    | -.373                    |
| Kolmogorov-Smirnov Z             |                | 1.360                    | 1.607                    |
| Asymp. Sig. (2-tailed)           |                | .050                     | .011                     |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : data sekunder, diolah

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

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

|                                  |                | Rata-rata TVA<br>Sebelum | Rata-rata TVA<br>Sesudah |
|----------------------------------|----------------|--------------------------|--------------------------|
| N                                |                | 12                       | 12                       |
| Normal Parameters <sup>a,b</sup> | Mean           | .001331450               | .001459550               |
|                                  | Std. Deviation | .0039685294              | .0044045295              |
| Most Extreme<br>Differences      | Absolute       | .429                     | .453                     |
|                                  | Positive       | .429                     | .453                     |
|                                  | Negative       | -.369                    | -.370                    |
| Kolmogorov-Smirnov Z             |                | 1.488                    | 1.568                    |
| Asymp. Sig. (2-tailed)           |                | .024                     | .015                     |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : data sekunder, diolah

Tabel 4.8 dan 4.9 menunjukkan bahwa rata-rata akumulasi TVA sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* untuk kategori *good* dan *bad news* merupakan data yang tidak mengikuti distribusi normal, berdasarkan nilai probabilitas rata-rata akumulasi TVA ( *good news* ) sebelum tanggal pengumuman *right issue* menunjukkan  $0,050 = 0,05$  dan rata-rata akumulasi TVA ( *good news* ) sesudah tanggal pengumuman *right issue* sebesar  $0,011 < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak. Hal itu tidak berbeda dengan hasil pengujian normalitas data pada rata-rata akumulasi TVA ( *bad news* ) yang juga tidak mengikuti distribusi normal, yaitu  $0,024 < 0,05$  dan  $0,015 < 0,05$ . Jadi dapat disimpulkan bahwa aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik untuk *good news* maupun *bad news* tidak berdistribusi normal.

### 4.3.2 Uji Hipotesis

Sehubungan dengan hasil uji normalitas rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* menunjukkan bahwa data berdistribusi normal, baik untuk *good news* dan *bad news* sehingga selanjutnya dalam pengujian hipotesis menggunakan uji statistik parametrik yang khusus digunakan untuk dua sampel yang berhubungan ( berpasangan ), yakni *Paired Sample T test*. Dalam penelitian ini *Paired Sample T test* digunakan untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news* dan *bad news* ( hipotesis 1 dan hipotesis 2 ).

Pada uji normalitas data untuk rata-rata akumulasi aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* untuk kategori *good news* maupun *bad news* menunjukkan bahwa data TVA tidak berdistribusi normal, sehingga untuk menguji hipotesis 3 dan hipotesis 4 digunakan uji statistik non parametrik yaitu *Wilcoxon test*. Dalam penelitian ini *Wilcoxon test* digunakan untuk menganalisis ada tidaknya perbedaan secara signifikan antara rata-rata volume aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news* dan *bad news* ( hipotesis 3 dan hipotesis 4 ). Pengujian dilakukan dengan angka signifikansi yaitu *alpha* sebesar 5% (  $\alpha = 0,05$  ).

#### 4.3.2.1 Pengujian Hipotesis Pertama dan Hipotesis Kedua

Hipotesis pertama dan kedua dalam penelitian ini menyatakan bahwa "Rata-rata *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan terhadap rata-rata *abnormal return* sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news* dan *bad news*". Untuk menguji hipotesis ini, data yang digunakan adalah rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan

sesudah tanggal pengumuman *right issue* ( *good news* dan *bad news* ). Perhitungan rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman *right issue* diperoleh dari penjumlahan *abnormal return* sebelum pengumuman *right issue* (-5) hingga (-1) dibagi N dan sesudah pengumuman *right issue* dari (+1) hingga (+5) dibagi N. Sedangkan perhitungan *abnormal return* menggunakan metode *mean adjusted model*. Uji hipotesis 1 dan 2, lebih lanjut dapat dilihat pada lampiran 4 untuk data *good news* dan lampiran 5 untuk data *bad news*. Adapun hasil akhir dari uji hipotesis *t test* untuk rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* untuk *good news* dan *bad news* dapat dilihat pada tabel 4.10 dan 4.11 berikut ini.

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

**Paired Samples Test**

|  | Mean       | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference |            | t    | df | Sig. (2-tailed) |
|--|------------|----------------|-----------------|---|------------|------|----|-----------------|
|  |            |                |                 | Lower                                     | Upper      |      |    |                 |
|  |            |                |                 |   |            |      |    |                 |
| Pair 1<br>AARit Sebelum -<br>AARit Sesudah | .015720800 | .0542284347    | .0171485368     | -.023071885                               | .054513485 | .917 | 9  | .383            |

Sumber : data sekunder, diolah

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

**Paired Samples Test**

|  | Mean      | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference |            | t    | df | Sig. (2-tailed) |
|--|-----------|----------------|-----------------|---|------------|------|----|-----------------|
|  |           |                |                 | Lower                                     | Upper      |      |    |                 |
|  |           |                |                 |   |            |      |    |                 |
| Pair 1<br>AARit Sebelum -<br>AARit Sesudah | .00340967 | .0214368271    | .0061882790     | -.010210843                               | .017029977 | .551 | 11 | .593            |

Sumber : data sekunder, diolah

Berdasarkan tabel 4.10 dan 4.11, hasil uji signifikansi dari *Paired Sample T test* untuk rata-rata akumulasi *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, baik *good news* maupun *bad news* menunjukkan bahwa  $H_0$  tidak dapat ditolak, dengan melihat angka probabilitasnya  $> \alpha 0,05$ , yaitu sebesar  $0,383 > 0,05$  (*good news*) dan  $0,593 > 0,05$  (*bad news*), maka  $H_0$  diterima atau menolak  $H_a$ . Dengan demikian hasil uji hipotesis 1 dan hipotesis 2 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dengan rata-rata *abnormal return* sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news* dan *bad news*.

Dengan demikian secara keseluruhan uji hipotesis 1 dan hipotesis 2 dengan menggunakan *mean adjusted model* menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempengaruhi pengambilan keputusan investor dalam melakukan transaksi di pasar modal yang dilihat dari rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*. Hal ini berarti investor telah lebih dahulu mengantisipasi adanya informasi baru yang dipublikasikan ke pasar, sehingga tidak mengubah preferensi investor terhadap keputusan investasinya. Jadi informasi *right issue* tidak memiliki *content* yang berarti, sehingga preferensi investor terhadap informasi tersebut tetap.

Hasil analisis statistik dalam penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Budiarto dan Baridwan (1999) dan Solikhin (2000), yang membuktikan bahwa rata-rata *abnormal return* mulai dari hari sebelum tanggal pengumuman (-5 sampai -1) sampai hari sesudah tanggal pengumuman (+1 sampai +5) *right issue* secara statistik tidak berbeda secara signifikan.

#### 4.3.2.2 Pengujian Hipotesis Ketiga dan Hipotesis Keempat

Hipotesis ketiga dan hipotesis keempat dalam penelitian ini menyatakan bahwa “Rata-rata volume aktivitas perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan terhadap rata-rata volume aktivitas perdagangan saham sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada kelompok saham *good news* dan *bad news*”. Untuk menguji hipotesis ini yang digunakan adalah uji statistik non parametrik yaitu uji *Wilcoxon*, untuk rata-rata aktivitas volume perdagangan saham diperoleh dari jumlah volume saham yang diperdagangkan dibagi dengan jumlah saham yang beredar masing-masing perusahaan dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity* (TVA). Uji hipotesis 3 dan hipotesis 4 lebih lanjut dapat dilihat pada tabel 4.12 dan 4.13 berikut ini :

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

| Ranks                   |                | N              | Mean Rank | Sum of Ranks |
|-------------------------|----------------|----------------|-----------|--------------|
| Rata-rata TVA Sesudah - | Negative Ranks | 3 <sup>a</sup> | 6.00      | 18.00        |
| Rata-rata TVA Sebelum   | Positive Ranks | 7 <sup>b</sup> | 5.29      | 37.00        |
|                         | Ties           | 0 <sup>c</sup> |           |              |
|                         | Total          | 10             |           |              |

- a. Rata-rata TVA Sesudah < Rata-rata TVA Sebelum
- b. Rata-rata TVA Sesudah > Rata-rata TVA Sebelum
- c. Rata-rata TVA Sebelum = Rata-rata TVA Sesudah

**Test Statistics<sup>b</sup>**

|                        |  |
|------------------------|--|
|                        | Rata-rata TVA<br>Sesudah -<br>Rata-rata TVA<br>Sebelum |
| Z                      | -.968 <sup>a</sup>                                     |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | .333   |

- a. Based on negative ranks.
- b. Wilcoxon Signed Rank\$ Test

Sumber : data sekunder, diolah

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

**Ranks**

|  | N              | Mean Rank | Sum of Ranks |
|--|----------------|-----------|--------------|
| Rata-rata TVA Sesudah - Negative Ranks | 5 <sup>a</sup> | 3.00      | 15.00        |
| Rata-rata TVA Sebelum Positive Ranks   | 2 <sup>b</sup> | 6.50      | 13.00        |
| Ties                                   | 5 <sup>c</sup> |           |              |
| Total                                  | 12             |           |              |

- a. Rata-rata TVA Sesudah < Rata-rata TVA Sebelum
- b. Rata-rata TVA Sesudah > Rata-rata TVA Sebelum
- c. Rata-rata TVA Sebelum = Rata-rata TVA Sesudah

**Test Statistics<sup>b</sup>**

|                        |   |
|------------------------|---|
|                        | Rata-rata TVA Sesudah - Rata-rata TVA Sebelum |
| Z                      | -.169 <sup>a</sup>                            |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | .866  |

- a. Based on positive ranks.
- b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Sumber : data sekunder, diolah

Berdasarkan pada tabel 4.12 dan 4.13, hasil uji hipotesis 3 dan hipotesis 4 untuk rata-rata akumulasi aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* untuk kategori *good news* sama dengan hasil uji statistik pada rata-rata akumulasi aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* untuk kategori *bad news*. Pada TVA *good news* dan *bad news* diketahui bahwa hasil uji hipotesis 3 dan hipotesis 4 menunjukkan H0 diterima dengan melihat angka probabilitasnya >  $\alpha$  0,05 yaitu sebesar 0,333 > 0,05 ( *good news* ) dan sebesar 0,866 > 0,05 ( *bad news* ). Dengan demikian hasil uji hipotesis 3 dan hipotesis 4 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal

pengumuman *right issue* dengan sesudah tanggal pengumuman *right issue* untuk kategori *good news* dan *bad news*.

Berdasarkan hasil analisis statistik ditemukan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman dengan sesudah tanggal pengumuman *right issue* untuk *good news* dan *bad news*. Hal ini memunculkan dugaan bahwa informasi *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi berarti yang dapat menyebabkan terjadinya perubahan preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Hasil empiris ini tercermin dengan tidak adanya perbedaan dalam rata-rata aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman *right issue*, sehingga hasil penelitian ini tidak mendukung teori sinyal yang melandasinya. Hasil analisis tersebut konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Budiarto dan Baridwan ( 1999 ), yang membuktikan bahwa perubahan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham mulai dari hari sebelum pengumuman ( -5 sampai -1 ) sampai hari sesudah pengumuman ( +1 sampai +5 ) *right issue* secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan, walaupun secara rata-rata nilai TVA meningkat pada hari pengumuman dan sesudahnya dibandingkan dengan hari sebelum pengumuman *right issue*.

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

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

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

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

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

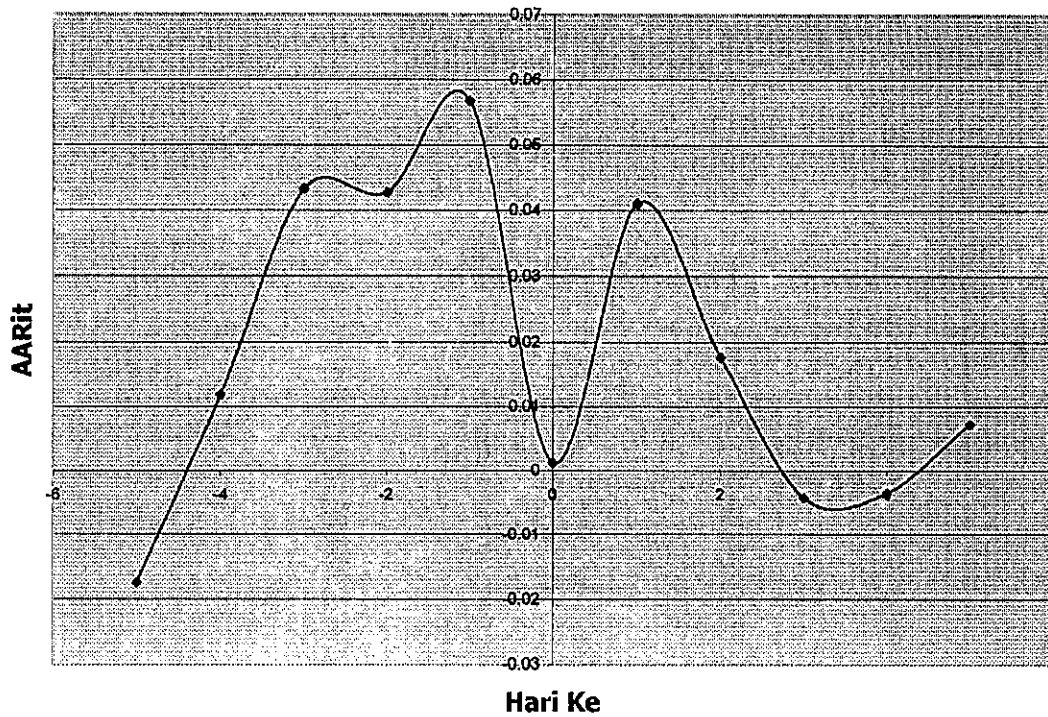
**One-Sample Statistics**

|     | N  | Mean        | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|-----|----|-------------|----------------|-----------------|
| H-5 | 10 | -.017454000 | .0222665874    | .0070413132     |
| H-4 | 10 | .011835000  | .0276636939    | .0087480281     |
| H-3 | 10 | .043243000  | .1086285011    | .0343513482     |
| H-2 | 10 | .042702000  | .0965963411    | .0305464451     |
| H-1 | 10 | .056782000  | .1198036735    | .0378852480     |
| H0  | 10 | .001279000  | .0546880201    | .0172938704     |
| H1  | 10 | .041127000  | .1049602805    | .0331913550     |
| H2  | 10 | .017624000  | .0960537223    | .0303748540     |
| H3  | 10 | -.004171000 | .0341514328    | .0107996313     |
| H4  | 10 | -.003422000 | .0221786834    | .0070135155     |
| H5  | 10 | .007346000  | .0140276554    | .0044359341     |

Sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel 4.14 tampak bahwa rata-rata *abnormal return* saham mengalami penurunan cukup tajam sehari menjelang peristiwa pengumuman *right issue* ( $H_{t-1}$ ) yaitu dari titik 5,7 % menuju titik 0,13 % ( $H_{t=0}$ ) tetapi setelah pengumuman *right issue* terjadi kenaikan yang relatif tinggi hingga mencapai titik 4,11 % ( $H_{t+1}$ ). Untuk lebih jelasnya pergerakan rata-rata *abnormal return* sebelum, saat dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* dapat dilihat pada gambar 4.1 di halaman berikut.

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



Sumber : data sekunder, diolah

Bila dilihat dari gambar 4.1 dapat diketahui bahwa rata-rata *abnormal return* harian sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* positif kecuali pada  $H_{t-5}$ ,  $H_{t+3}$ , dan  $H_{t+4}$ . Rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* positif sebesar 2,74 % dan 1,17 % dengan tingkat signifikansi sebesar  $0,383 > 0,05$  atau  $t_{hitung} 0,917 < 1,833$  sehingga  $H_0$  diterima. Perhitungan selengkapnya dapat dibaca pada lampiran 4.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) dan Solikhin ( 2000 ), yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dengan sesudah tanggal pengumuman *right issue*. Tetapi dalam penelitian Budiarto dan Baridwan ( 1999 ), rata-rata *abnormal return* menurun mulai dari hari sebelum hingga hari sesudah pengumuman *right issue*, walaupun penurunan tersebut secara

statistik tidak berbeda secara signifikan. Namun berbeda dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa *abnormal return* naik sehari sebelum pengumuman *right issue* yaitu dari titik 4,27 % menuju titik 5,68 % dan justru pada saat pengumuman *right issue* mengalami penurunan relatif tajam untuk kemudian naik kembali sehari setelah peristiwa pengumuman *right issue*. Implikasi dari grafik tersebut adalah bahwa mungkin penurunan harga yang begitu tajam pada tanggal pengumuman *right issue* disebabkan oleh adanya *short selling* yang dilakukan oleh para spekulator sehingga penawaran saham meningkat dan tidak sebanding dengan jumlah permintaan, sehingga menekan harga saham untuk turun dan juga mengindikasikan bahwa pengumuman *right issue* memberikan sinyal negatif ke pasar, yang menyebabkan harga cenderung turun pada saat tanggal pengumuman *right issue*. Namun pergerakan rata-rata *abnormal return* saham tersebut tidak signifikan secara statistik.

Adanya *abnormal return* negatif yang signifikan tiga hari setelah pengumuman *right issue*, menunjukkan bahwa pasar bereaksi lambat dan hanya investor yang dapat dan mampu menggunakan informasi pengumuman *right issue* tersebut dapat mengambil keputusan untuk melakukan tindakan pengambilan keputusan.

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

*right issue* yang mengindikasikan bahwa informasi tentang pengumuman *right issue* telah diketahui publik sebelum diumumkan.

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

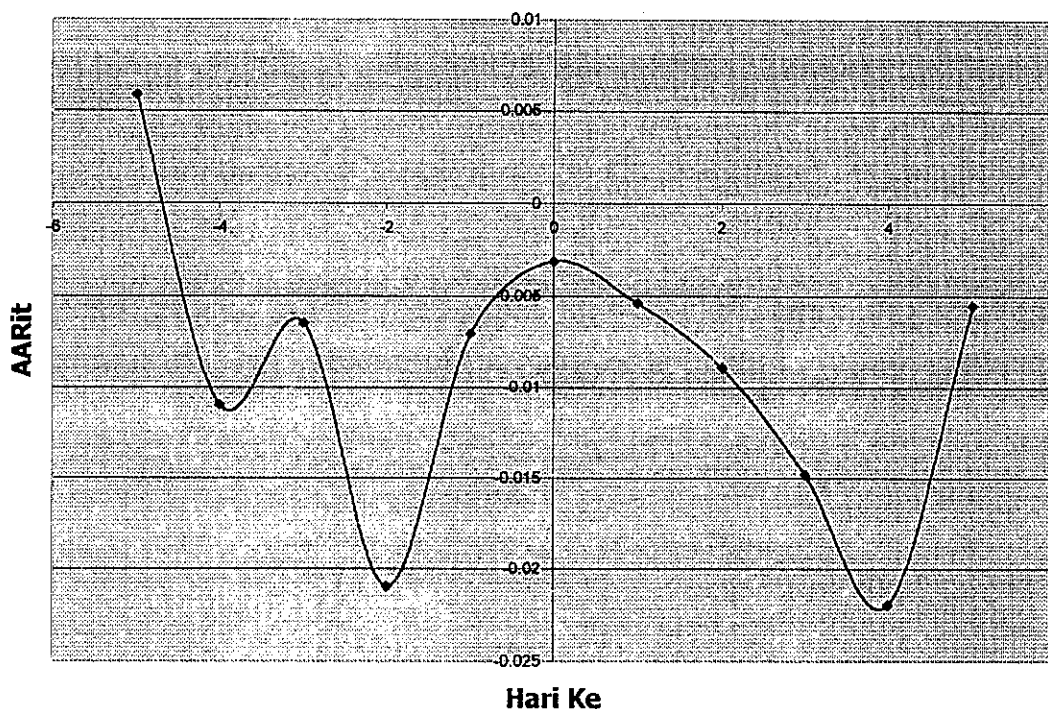
**Tabel 4.15**  
**Rata-Rata *Abnormal Return* ( *bad news* )**

**One-Sample Statistics**

|     | N  | Mean        | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|-----|----|-------------|----------------|-----------------|
| H-5 | 12 | .005855833  | .0510490132    | .0147365808     |
| H-4 | 12 | -.010940000 | .0632567233    | .0182606431     |
| H-3 | 12 | -.006465000 | .0296283794    | .0085529764     |
| H-2 | 12 | -.020943333 | .0620266751    | .0179055588     |
| H-1 | 12 | -.007038333 | .0413310398    | .0119312435     |
| H0  | 12 | -.003090833 | .0276999706    | .0079962927     |
| H1  | 12 | -.005379167 | .0135721034    | .0039179288     |
| H2  | 12 | -.008894167 | .0227792902    | .0065758147     |
| H3  | 12 | -.014815000 | .0343662582    | .0099206842     |
| H4  | 12 | -.021951667 | .0475836620    | .0137362200     |
| H5  | 12 | -.005539167 | .0137533265    | .0039702434     |

Sumber : data sekunder, diolah

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



Sumber : data sekunder, diolah

Berbeda dengan rata-rata *abnormal return* untuk kelompok *good news* yang menunjukkan penurunan yang relatif tajam sehari menjelang pengumuman *right issue* maka yang terjadi pada kelompok *bad news* adalah sebaliknya, yaitu adanya kenaikan rata-rata *abnormal return* dari -0,70 % sehari sebelum pengumuman *right issue* menjadi -0,31 % pada saat pengumuman *right issue*. Meskipun rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman negatif yaitu -0,79 % dan -1,13 %. Adapun rata-rata *abnormal return* sehari menjelang pengumuman sebesar -2,09 % dan terjadi kenaikan menjadi -0,31 % pada saat pengumuman *right issue* dan kemudian turun di titik 0,54 % sehari sesudah pengumuman *right issue*. Dari hasil penelitian dapat diartikan bahwa dengan adanya *abnormal return* yang negatif setelah pengumuman *right issue* menunjukkan bahwa ada sebagian investor beranggapan bahwa pengumuman *right issue* mempunyai informasi yang kurang baik ( *bad news* ), hal ini

mengindikasikan bahwa dana yang ditarik oleh emiten dianggap akan digunakan secara tidak menguntungkan sehingga berakibat pada turunnya harga saham setelah pengumuman *right issue* yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata *abnormal return* yang negatif atau hal ini mungkin investor mengambil tindakan *profit taking* dengan menjual saham yang harga sebelumnya lebih besar, dengan harapan investor akan mendapatkan *gain* yang besar. Tindakan *profit taking* ini dilakukan oleh banyak investor sehingga bisa menyebabkan penurunan harga ( *abnormal return* negatif ).

Meskipun terjadi penurunan setelah pengumuman *right issue* namun rata-rata *abnormal return* baik sebelum maupun sesudah tanggal pengumuman *right issue*, negatif dengan  $t_{hitung} < t_{tabel}$  yaitu  $0,551 < 1,796$  dan tingkat signifikansi  $0,593 > 0,05$  yang berarti bahwa  $H_0$  diterima ( selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 5 ). Sehingga dapat dikatakan bahwa hasil uji hipotesis pertama untuk kelompok *bad news* juga menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dengan sesudah tanggal pengumuman *right issue*.

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

Hasil analisis statistik dalam penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Budiarto dan Baridwan ( 1999 ) dan Solikhin ( 2000 ), yang

membuktikan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue* tidak berbeda secara signifikan.

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

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

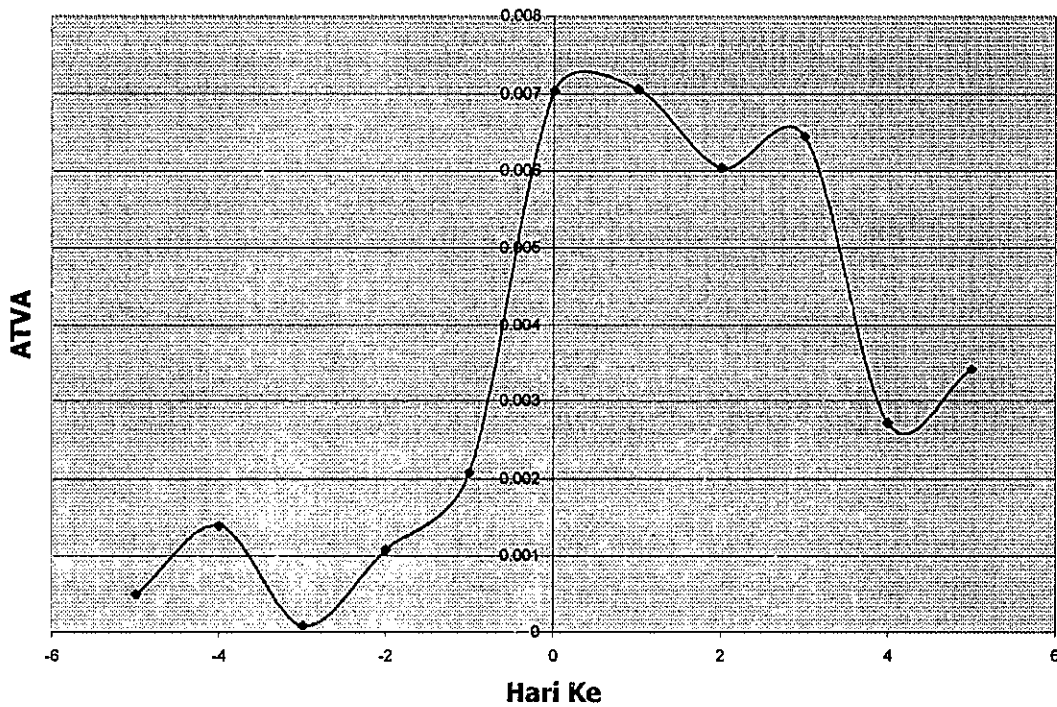
**Tabel 4.16**  
**Rata-Rata TVA ( *good news* )**

**One-Sample Statistics**

|     | N  | Mean       | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|-----|----|------------|----------------|-----------------|
| H-5 | 10 | .000493750 | .0012802485    | .0004048501     |
| H-4 | 10 | .001389240 | .0043214684    | .0013665683     |
| H-3 | 10 | .000085350 | .0001694434    | .0000535827     |
| H-2 | 10 | .001083450 | .0032058086    | .0010137657     |
| H-1 | 10 | .002079660 | .0055886484    | .0017672858     |
| H0  | 10 | .007045070 | .0219542175    | .0069425332     |
| H1  | 10 | .007064910 | .0220374861    | .0069688650     |
| H2  | 10 | .006042240 | .0189660027    | .0059975767     |
| H3  | 10 | .006446600 | .0196419471    | .0062113291     |
| H4  | 10 | .002719030 | .0084706716    | .0026786616     |
| H5  | 10 | .003428320 | .0102567865    | .0032434807     |

Sumber : data sekunder, diolah

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



Sumber : data sekunder, diolah

Dari tabel dan gambar di atas tampak bahwa nilai rata-rata TVA bernilai positif dan mencapai puncaknya pada  $H_{t+1}$  yakni sebesar 0,71 %, walaupun tidak terlalu jauh perbedaannya dengan nilai rata-rata TVA pada hari pengumuman *right issue* yakni sebesar 0,70 %. Jadi selama sehari sebelum, pada tanggal hingga hari pertama sesudah tanggal pengumuman *right issue*, pergerakan rata-rata TVA menunjukkan kenaikan yang cukup tajam. Meskipun terjadi kenaikan setelah pengumuman *right issue* namun rata-rata *abnormal return* baik sebelum maupun sesudah tidak signifikan dengan tingkat signifikansi  $0,333 > 0,05$  yang berarti bahwa  $H_0$  diterima ( selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 6 ). Sehingga dapat dikatakan bahwa hasil uji hipotesis ketiga untuk kelompok *good news* menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata TVA sebelum dengan sesudah tanggal pengumuman *right issue*.

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

Temuan penelitian ini memunculkan dugaan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perubahan dalam preferensi investor. Hasil analisis ini memperkuat dugaan bahwa kemungkinan informasi pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang cukup untuk dapat mempengaruhi preferensi investor dalam pembuatan keputusan investasinya. Hal ini mungkin disebabkan karena pasar secara keseluruhan mengabaikan informasi *right issue* yang akan dipublikasikan atau kemungkinan kenaikan volume perdagangan hanya merupakan penyesuaian akibat adanya penambahan saham baru di bursa. Hal ini tercermin dengan tidak adanya perbedaan dalam aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman *right issue*, sehingga temuan dalam penelitian ini juga tidak mendukung teori yang melandasinya.

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

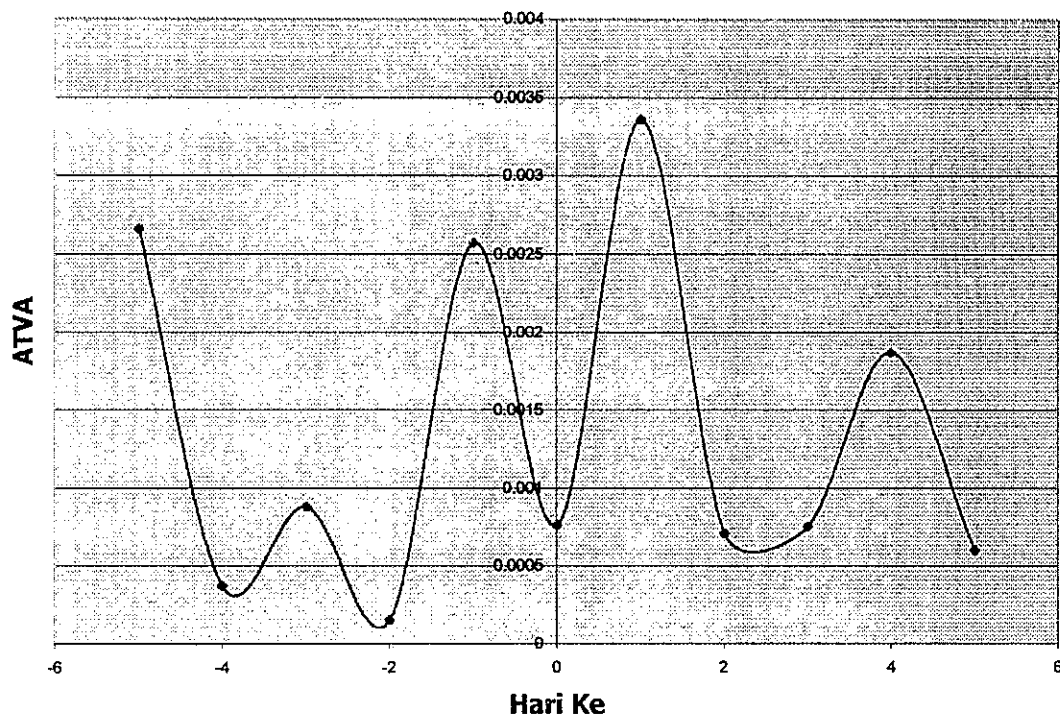
Tabel 4.17  
Rata-Rata TVA ( *bad news* )

One-Sample Statistics

|     | N  | Mean       | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|-----|----|------------|----------------|-----------------|
| H-5 | 12 | .002667667 | .0087695794    | .0025315595     |
| H-4 | 12 | .000374708 | .0008502318    | .0002454408     |
| H-3 | 12 | .000880825 | .0019781776    | .0005710507     |
| H-2 | 12 | .000156783 | .0003222961    | .0000930389     |
| H-1 | 12 | .002577300 | .0082207881    | .0023731371     |
| H0  | 12 | .000761167 | .0023698394    | .0006841137     |
| H1  | 12 | .003362892 | .0112572052    | .0032496752     |
| H2  | 12 | .000712217 | .0022991763    | .0006637150     |
| H3  | 12 | .000753542 | .0018888338    | .0005452594     |
| H4  | 12 | .001869925 | .0060049668    | .0017334846     |
| H5  | 12 | .000599200 | .0013421131    | .0003874347     |

Sumber : data sekunder, diolah

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



Sumber : data sekunder, diolah

Tabel 4.17 dan gambar 4.4 memperlihatkan bahwa hasil temuan penelitian pada rata-rata TVA saham *bad news* berbeda dengan rata-rata TVA saham *good news*. Berdasarkan gambar di atas menunjukkan bahwa perdagangan saham cenderung

meningkat sehari menjelang pengumuman *right issue*, kemudian saat pengumuman *right issue* justru turun pada titik 0,076 % kemudian naik lagi dan mencapai puncaknya pada  $H_{t+1}$  pada titik 0,34 %. Adapun dari hasil uji *Wilcoxon* dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  untuk uji beda rata-rata TVA sebelum dengan sesudah tanggal pengumuman *right issue* menunjukkan tingkat signifikansi  $0,866 > 0,05$ , yang berarti menerima  $H_0$  ( perhitungan selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 7 ). Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang cukup signifikan antara rata-rata TVA sebelum dengan sesudah tanggal pengumuman *right issue* pada sampel *bad news*, namun rata-rata TVA meningkat sehari sebelum pengumuman dan mengalami penurunan tajam pada saat pengumuman dan kemudian naik lagi setelah pengumuman *right issue* ( $H_{t+1}$ ).

Berdasarkan analisis di atas muncul dugaan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang cukup yang dapat menyebabkan terjadinya perubahan dalam preferensi investor yang dicerminkan dalam perubahan aktivitas perdagangan saham. Hal ini mungkin disebabkan karena pasar secara keseluruhan mengabaikan informasi *right issue* yang akan dipublikasikan atau kemungkinan kenaikan / penurunan volume perdagangan hanya merupakan penyesuaian akibat adanya penambahan saham baru di bursa. Hal ini tercermin dengan tidak adanya perbedaan dalam aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman *right issue*.

Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Kothare ( 1997 ) yang menemukan bukti bahwa likuiditas saham meningkat secara signifikan setelah pengumuman penambahan saham baru. Peningkatan volume perdagangan saham tersebut ditemukan mempunyai korelasi dengan perubahan struktur kepemilikan daripada perluasan kepemilikan. Di samping itu, penelitian ini juga mendukung penelitian Sheehan, dkk ( 1997 ), yakni bahwa likuiditas saham perusahaan yang

diukur dengan jumlah volume perdagangan saham meningkat dari keadaan yang normal justru sebelum adanya pengumuman. Peningkatan volume perdagangan saham ini disebabkan oleh adanya aktivitas *short selling* yang dilakukan oleh para spekulator. Sedangkan hasil uji statistik dari penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Budiarto dan Bariqwan ( 1999 ) yang menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada perubahan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham di seputar hari pengumuman *right issue*, walaupun secara rata-rata nilai TVA meningkat pada hari pengumuman dibanding dengan hari sebelum dan sesudah pengumuman, tetapi secara statistik tidak signifikan.

## BAB V

### PENUTUP

#### 5.1 Kesimpulan

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

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

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

pengambilan keputusan investor untuk melakukan transaksi di pasar modal. Meskipun tidak ada perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah tanggal pengumuman *right issue*, namun terjadi peningkatan volume perdagangan saham yang cukup tinggi untuk sampel *good news* dan terjadi penurunan volume perdagangan saham pada saat pengumuman *right issue* untuk sampel *bad news*. Hal itu dapat diakibatkan oleh penyesuaian volume saham karena adanya penambahan saham-saham baru, jadi bukan karena ada kandungan informasi pada pengumuman *right issue*.

## 5.2 Implikasi Kebijakan

Penelitian ini memberikan implementasi manajerial yang memungkinkan para investor untuk memperhatikan pengaruh dari pengumuman *right issue* dan investor perlu menyadari bahwa aktivitas perdagangan di pasar modal telah dilakukan dengan mendasarkan pada informasi yang dipublikasikan.

Berdasarkan hasil penelitian, bagi emiten diharapkan dapat mempertimbangkan dalam memberikan sinyal kepada pasar sebaiknya mempertimbangkan kebijakan-kebijakan lainnya, karena hal ini kemungkinan dapat mempengaruhi sinyal yang akan dipublikasikan.

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

Informasi tersebut pada akhirnya akan tercermin pada perubahan *abnormal return* saham dan volume perdagangan saham.

Di sisi lain, bagi investor sebelum menanamkan saham pada saat *right issue* sebaiknya melihat dengan seksama dan mempelajari terlebih dahulu kondisi perusahaan yang bersangkutan, khususnya mengenai penggunaan dana *right issue*, apakah investasi tersebut akan digunakan secara menguntungkan atau sebaliknya, investor bisa melihat dari prospektus perusahaan yang melakukan *right issue*. Dan untuk Bapepam, sebaiknya mengadakan rambu-rambu atau beberapa persyaratan bagi emiten yang akan melakukan *right issue*, misalnya kinerja saham emiten tersebut harus cukup baik dan likuiditas sahamnya di bursa juga cukup tinggi sehingga tindakan merugikan investor dapat dicegah. Hal ini dilakukan karena penerbitan saham *right issue* cenderung menguntungkan emiten dan di lain pihak merugikan investor. Selain itu, Bapepam juga harus waspada terhadap kemungkinan bahwa melalui emisi *right*, kepemilikan masyarakat investor dapat diperkecil.

Penelitian mendatang hendaknya mempertimbangkan untuk menggunakan metodologi *event study* dalam perhitungan *abnormal return* terhadap tiga model yang ada, yaitu *market model*, *market adjusted model*, dan *mean adjusted model*. Diharapkan dari perhitungan ketiga model ini dapat melihat kandungan informasi yang tepat dengan adanya pengumuman *right issue* yang dikeluarkan oleh emiten. Penelitian selanjutnya juga perlu melihat variabel lain selain harga saham ( *return* saham ) dan volume perdagangan saham yang diukur dengan TVA, misalnya pengaruh pengumuman *right issue* terhadap likuiditas saham yang diukur dengan variabel *bid-ask* seperti studi empiris yang dilakukan oleh Kothare ( 1997 ), dan mempertimbangkan faktor krisis moneter yang terjadi selama ini.

### 5.3 Keterbatasan Penelitian

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

- a. Penelitian ini menggunakan beberapa tahun tertentu, sehingga hasil penelitian kemungkinan belum dapat digeneralisasi pada data perusahaan yang melakukan *right issue* pada tahun pengamatan yang lain. Oleh karena itu, pada penelitian selanjutnya mungkin dapat menggunakan tahun pengamatan yang lebih panjang untuk menguji konsistensi perubahan harga saham ( *abnormal return* saham ) dan aktivitas volume perdagangan saham yang terjadi.
- b. Penelitian ini hanya menggunakan dua variabel yaitu *abnormal return* dan likuiditas saham yang diukur dengan menggunakan volume perdagangan atau aktivitas volume perdagangan ( TVA ).
- c. Penelitian ini hanya menggunakan 22 sampel selama tiga tahun, yaitu periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2002, yang terdiri dari 10 sampel kategori *good news* dan 12 sampel kategori *bad news* dimana di dalam pengumpulan sampel akhir banyak yang tidak digunakan disebabkan data tidak lengkap. Beberapa perusahaan melakukan *right issue* disertai dengan penerbitan *warrant* / saham bonus dan ada perusahaan sudah terlikuidasi sehingga tidak dapat dimasukkan dalam sampel akhir .
- d. Penelitian ini hanya menggunakan satu model estimasi yaitu *mean adjusted model* untuk menghitung *return* ekspektasi dalam perhitungan *abnormal return*. Pada penghitungan likuiditas saham, penelitian ini hanya menggunakan indikator *Trading Volume Activity* ( TVA ), yang dimungkinkan masih kurang akurat dalam menentukan likuiditas saham di BEJ.

#### 5.4 Saran

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

- a. Untuk meningkatkan *external validity* penelitian, maka disarankan sebaiknya penelitian di masa mendatang menambah jumlah sampel dengan memperpanjang periode pengamatan sehingga pada hasil penelitian selanjutnya diharapkan lebih akurat karena mampu mencakup keseluruhan data yang ada.
- b. Penelitian ini belum diperhitungkan pengaruh masing-masing tahapan dalam *right issue* setelah tanggal efektif, seperti tahap *rights on*, tahap *ex right* maupun tahap perdagangan sertifikat bukti *right* terhadap *return* dan volume perdagangan saham. Diperkirakan masing-masing tahapan akan memiliki pengaruh yang berbeda-beda terhadap *return* dan volume perdagangan saham.
- c. Perlu mempertimbangkan variable lain selain harga saham ( *abnormal return* saham ) dan volume perdagangan saham ( TVA ) dan juga aspek nonekonomi serta politik yang dapat mempengaruhi preferensi investor dalam pengambilan keputusan manajerial.
- d. Mempertimbangkan pemisahan sektor perusahaan dan *size* perusahaan, sehingga dengan adanya pemisahan *sector* dan *size* kemungkinan dapat memberikan sinyal positif kepada investor dengan adanya pengumuman *right issue* tersebut.
- e. Menggunakan beberapa modal estimasi lain. Penelitian ini hanya menggunakan satu model dalam membuat estimasi *return* yaitu *mean adjusted model*. Menurut Brown dan Warner ( 1985 ) terdapat berbagai model estimasi *return* yang dapat

digunakan yaitu : *mean-adjusted model*, *market model* dan *market-adjusted return*. Dalam penelitian ini, penggunaan *mean adjusted model* menghasilkan temuan bahwa tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman *right issue*. Temuan ini membuat masalah pengumuman *right issue* menjadi lebih menarik jika penghitungan *abnormal return* saham dilakukan dengan juga mencoba menggunakan model lain. Diharapkan dengan penggunaan model lain dalam penghitungan *abnormal return* dapat menghasilkan hasil penelitian yang lebih baik ( *robust* ). Peningkatan kualitas penelitian juga dapat dilakukan melalui penggunaan metodologi yang lebih diperdalam, alat statistik yang digunakan serta analisisnya.

## Daftar Referensi

- Ang, Robbert. 1997," Buku Pintar Pasar Modal Indonesia ", *Mediasoft Indonesia*, Edisi 1
- Asquith, P dan Mullins, David W. 1986," Equity Issue and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 15, p. 61-89.
- Ball, R dan Brown, P. 1968," An Empirical Evaluation of Accounting Income Number ", *Journal of Accounting Research (JAR)*, Vol. 6, p. 159-177.
- Bandi dan Jogiyanto H M. 1999," Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Dividen ", *Simposium Nasional Akuntansi II (SNA II)*, Universitas Brawijaya, 24-25 September, p. 1-11.
- Barclay, Michael J dan Litzenberg, Robert H. 1988," Announcement Effects of New Equity Issue and The Use of Intraday Prices ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 21, p. 71-100.
- Beaver, W. 1968," The Information Content of Annual Earnings Announcements : Empirical Research in Accounting ", *Journal of Accounting Research (JAR)*, Vol. 6, p. 67-92.
- Berlianta, H. 1995," Analisis Perilaku harga Saham Saat Melakukan Penawaran Terbatas ( Studi Empiris di BEJ 1993 – 1994 ) ", *Skripsi Fakultas Ekonomi UGM*, Yogyakarta, tidak untuk diterbitkan.
- Brown, SJ dan Warner, JB. 1985," Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 14, p. 3-31.
- Budiarto, Arif dan Baridwan, Zaki. 1999," Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994 – 1996 ", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia (JRIA)*, Vol. 2, No. 1, Januari, p. 91-116.
- Cooper dan Emory. 1995," Business Research Methods ", *Richard D. Irwin, Inc.*
- Fama, EF. 1970," Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work ", *Journal of Finance (JF)*, No. 25, p. 383-417.

- Grossman, SJ dan Stiglitz JE. 1980," On The Impossibility of Informationally Efficient Markets ", *Americans Economics Review (AER)*, Vol. 70, p. 393-408.
- Ghozali, Imam dan Solikhin, Agus. 2003," Analisis Dampak Pengumuman Right Issue Terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Jakarta ", *Jurnal Ekonomi Perusahaan (JEP)*, Vol. 10, No. 1, Maret, p. 100-114.
- Harianto, Farid dan Sudomo, Siswanto. 1998," Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia", *PT. Bursa Efek Jakarta*, Edisi Pertama.
- Husnan, Suad. Hanafi, Mamduh M dan Wibowo, Amin. 1996," Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan ", *Kelola Program Studi Magister Manajemen UGM*, No. 11/V/1996.
- Husnan, Suad. 1998," Dasar-dasar Teori Portofolio : Analisis Sekuritas di Pasar Modal ", *UPP – AMP YKPN*, Yogyakarta.
- Imung, Frans S. 2002," Right Issue, Cara Mudah Lunasi Utang ", *Investor*, Edisi 64, 9-22 Oktober.
- Jogiyanto, H M. 1998," Teori Portofolio dan Analisis Investasi ", *BPFE*, Edisi 2, Yogyakarta.
- Jogiyanto, H M. 1999," Bias Dari Penggunaan Model Di MBR ", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia (JEBI)*, Vol. 14, No. 1, p. 28-36.
- Kalay, A dan Shimrat, A. 1987," Firm Value and Seasoned Equity Issues : Price Pressure, Wealth Redistribution or Negative Information ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 19, p. 109-126.
- Keeley, Michael C. 1989," The Stock Price Effects of Bank Holding Company Securities Issuance ", *Federal Reserve Bank of San Fransisco Economics Review (FSE)*, Winter, p. 3-19.
- Kothare, M. 1997," The Effects of Equity Issues on Ownership Structure and Stock Liquidity : A Comparison of Right and Public Offerings ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol 1, p. 131-148.
- Kritzman, M. ( 1994 )," About Event Studies ", *Financial Analysis Journal (FAJ)*, November / Desember, p. 17-20.

- Marsh, P. 1979," Equity Right Issue and The Efficiency of UK Stock Market ", *Journal of Finance (JF)*, September, p. 835-862.
- Masulis, Ronald W dan Korwar, Ashok N. 1986," Seasoned Equity Offering : An Empirical Investigation ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 15, p. 91-118.
- Mikkelson, Wayne H dan Partch, Megan M. 1986," Valuation Effects of Security Offerings and The Issuance Process ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 15, p. 31-60.
- Modigliani, F dan Miller, MH. 1961," Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares ", *Journal of Business (JB)*, Oktober, p. 411-433.
- Myers, Stewart C dan Majluf, Nicholas S. 1984," Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 13, p. 187-221.
- Peterson, PP. 1989," Event Studies : A Review of Issues and Methodology Quarterly ", *Journal of Business and Economics (JBE)*, Summer, Vol. 28, No. 3.
- Prasetiono, 2000, "Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Jakarta (Studi tentang Efisiensi Bursa Efek Jakarta tahun 1997)", *Media Ekonomi & Bisnis*, Vol. XII, No. 1, Juni, p. 75 - 88.
- Sant, Rajiv dan Ferris, Stephen P. 1994," Seasoned Equity Offerings : The Case of All Equity Firms ", *Journal of Business Finance and Accounting (JBFA)*, Vol. 4, p. 429-443.
- Sari, Prima Yusi. 2001," Analisis Pengaruh Right Issue Terhadap Return Saham Setelah Cum-Date ", *Simposium Nasional Akuntansi IV(SNA IV)*, Bandung.
- Scholes, M. 1972," The Market for Securites Substitution Vs. Price Pressure and Effects of Information on Share Prices ", *Journal of Business (JB)*, Vol. 45, p. 179-211.
- Sheehan, Dennis P. Gregory, B Kadlec dan Claudio, F Loderer. 1997," Issue Day Effects for Common Stock Offering : Causes and Consequences ", *Working Paper*, Penn State University, p. 1-35.
- Smith, Clifford W. 1986," Investment Banking and The Capital Acquisition Process ", *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 15, p. 3-29.

Solikhin, Agus. 2000," Analisis Dampak Pengumuman Right Issue Terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Jakarta ", *Tesis Magister Manajemen UNDIP*, Semarang, tidak diterbitkan

Sugiyono.1999," Statistika Untuk Penelitian ", *AlfaBeta*, Edisi 1, Bandung.

Suryawijaya, Marwan A dan Setiawan, Faizal A. 1998," Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri ( Event Study Pada Peristiwa 27 Juli 1996 ) ", *Kelola Program Studi Magister Manajemen UGM*, No. 18, p. 137-153.

Tsangarakis, Nickolaos V. 1996," Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets : Evidence from Rights Offerings in Greece ", *Financial Management ( FM)*, Vol. 25, No. 3, Autumn, p. 21-32.

Wahyudi, Sugeng. 2003," Analisis Pasar Modal : Keuntungan yang Abnormal ", *Suara Merdeka*, 23 September 2003.