

PENGARUH HARGA SAHAM, VOLUME PERDAGANGAN, DAN VARIAN RETURN TERHADAP *BID-ASK SPREAD* PADA MASA SEBELUM DAN SESUDAH *RIGHT ISSUE* DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 2000-2002

MILIK PERPUSTAKAAN
EKSTENSI FE UNDIP

Oleh :

Agus Purwanto

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro

Abstract

Emiten as a company can not run from various economic occurrence. This economic occurrence are accepted by market as information that will be responded by all market participate through the stocks trade activity in capital market. Right Issue is a new stocks offering to the old owner, it will influence the stocks liquidity. One of the respon can be perceived from bid-ask spread. Bid-ask Spread is the difference between the lowest asked price and the highest bid price that happens under a certain period.

This research aims to confirm whether variables like: stock price, trading volume and variant of return have an effect to bid-ask spread around right issue and this research also aims to know the influence of right issue on bid-ask spread. This Research examined 22 companies that issued right issue in the Jakarta Stock Exchange during 2000-2002. Perception were conducted 5 days before until 5 days after right issue. A multiple regression analysis was used to examine the effect of stock price, trading volume and variant of return on the bid-ask spread. Furthermore, this research used a paired sample t-test analysis to examine the different of bid-ask spread before and after right issue.

The result indicated that trading volume and variant of return had significant influence on bid-ask spread before and after right issue. But this research failed to prove that stock price had significant influenced on bid-ask spread before and after right issue. Other result indicated that simultaneously stock price, trading volume and variant of return had significant influenced on bid-ask spread before and after right issue. The result also indicated that there was no different between bid-ask spread before and after the right issue.

Key Word : *Right Issue, Bid-Ask Spread, Stock Price, Trading Volume, Variant of Return*

PENDAHULUAN

Perusahaan yang sudah terdaftar di pasar modal ada kalanya membutuhkan dana segar lagi jika sumber internal maupun pinjaman dari bank dianggap kurang memadai atau menguntungkan. Perusahaan dapat melakukan penawaran saham lagi kepada investor baik melalui penawaran umum maupun penawaran terbatas. 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 terbatas ini sering disebut pula *right issue*. *Right issue* adalah kegiatan penawaran umum terbatas kepada pemegang saham lama dalam rangka penerbitan hak memesan efek terlebih dahulu (Ang, 1997).

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 membayar hutang. *Right issue* memberikan 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.

Kothare (1997) dalam Susanto (2002) menyatakan bahwa likuiditas saham meningkat secara signifikan setelah pengumuman *right issue*. 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.

Pasar modal atau bursa efek memiliki sistem untuk menjalankan proses perdagangan efek sehingga dapat tercipta suatu perdagangan efek yang tertib dan teratur. Menurut Jogiyanto (2000), transaksi perdagangan pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) menggunakan *order driven market system* dan sistem lelang kontinyu (*continuous auction system*). *Order driven market system* berarti bahwa pembeli dan penjual sekuritas yang ingin melakukan transaksi harus melalui pialang saham atau perantara perdagangan saham yang menjadi anggota bursa efek. Investor tidak dapat langsung melakukan transaksi di lantai bursa. Hanya pialang saham yang dapat melakukan transaksi jual dan beli di lantai bursa berdasarkan *order* dari investor.

Para pialang saham melakukan transaksi perdagangan dengan membuat penawaran jual dan penawaran beli sehingga kedua penawaran tersebut akan memunculkan perbedaan atau selisih yang disebut dengan *bid-ask spread* atau *spread*. Mubarak (2002) mendefinisikan *bid-ask spread* merupakan selisih harga beli tertinggi bagi *dealer* bersedia membeli suatu saham dan harga jual dimana *dealer* bersedia untuk menjual saham tersebut. *Dealer* disini diartikan sama dengan perantara pedagang efek (PPE), tetapi istilah yang lebih tepat untuk PPE adalah *broker/dealer*.

Ada beberapa faktor yang diidentifikasi sebagai determinan *bid-ask spread*, yakni harga, volume perdagangan, dan varian *return* (Stoll (1978) dalam Mubarak (2002)). Harga diidentifikasi berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread*. Harga saham yang senantiasa memberikan *return* yang tinggi mengindikasikan bahwa saham tersebut disukai oleh investor, sehingga *broker/dealer* (perantara pedagang efek) tidak perlu memegang saham tersebut terlalu lama sehingga menurunkan biaya pemilikan saham yang berarti mempersempit *bid-ask spread* saham tersebut.

Volume perdagangan diidentifikasi berpengaruh terhadap *bid-ask spread*. Volume perdagangan saham yang besar menandakan bahwa saham tersebut aktif ditransaksikan,

sehingga *broker/dealer* tidak perlu menyimpan saham terlalu lama sehingga menurunkan biaya pemilikan saham tersebut yang berdampak pada *bid-ask spread* yang lebih sempit.

Varian *return* dianggap berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread*. Pada periode volatilitas harga saham yang tinggi, pedagang berinformasi lebih memiliki peluang untuk memperoleh keuntungan (*gain*), hal ini menyebabkan *broker/dealer* memperbesar keuntungan sebagai kompensasi atas resiko kerugian dengan meningkatkan *spread*-nya. Variabilitas *return* saham mewakili resiko yang dihadapi *broker/dealer* karena memegang suatu saham, semakin besar resiko suatu saham, maka *broker/dealer* berusaha menutupinya dengan *spread* yang lebih besar. Jadi terdapat hubungan positif antara varian *return* saham dengan *spread*.

Di pasar modal, para partisipan pasar menghadapi ketidakseimbangan informasi atau asimetri informasi, dimana sebagian partisipan memiliki informasi yang lebih superior dibandingkan dengan partisipan pasar yang lain. Besar kecilnya *spread* menunjukkan seberapa besar informasi asimetri di antara pelaku pasar. Untuk mengurangi tingkat informasi asimetri tersebut maka pelaku pasar berusaha mendapatkan sinyal tertentu yang dapat dijadikan sebagai informasi untuk mengurangi ketidakpastian yang terjadi. Usaha ini akan menimbulkan biaya informasi. *Broker/dealer* berusaha menentukan *spread* yang cukup untuk menutupi biaya kepemilikan sekuritas, biaya pemrosesan pesanan dan biaya informasi (Krinsky dan Lee, 1996). Biaya informasi yang tinggi mencerminkan tingkat informasi asimetri yang dihadapi *broker/dealer* semakin tinggi pula.

Perusahaan yang melakukan *right issue*, secara teoritis dan empiris telah menyebabkan harga saham beraksi secara negatif, dan hal ini adalah kejadian yang diakibatkan oleh adanya resiko sistematis. Temuan empiris tersebut diantaranya Barclay dan Litzenberger (1988), Mikkelson dan partch (1986) dan Kothare (1997).

Beberapa temuan empiris tersebut 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 penambahan saham baru yang mengindikasikan adanya informasi yang tidak menguntungkan (*bad news*) tentang kondisi laba di masa yang akan datang. Myers dan Majluf (1984) dalam Budiarto dan Baridwan (1999) memprediksikan bahwa harga saham akan direspon secara tidak menguntungkan oleh pasar terhadap adanya informasi akan terjadinya *right issue*, karena pasar mengasumsikan bahwa manajer akan mendapatkan insentif untuk menerbitkan tambahan saham baru yang mereka percaya *overvalued*.

Adanya ketidakpastian yang disebabkan karena asimetri informasi antar partisipan pasar, maka *broker/dealer* perlu memperhatikan sinyal-sinyal tertentu seperti peristiwa *right issue* untuk mengurangi asimetri informasi yang dihadapinya. Berdasarkan hal tersebut penelitian ini bermaksud untuk mengetahui apakah faktor-faktor seperti harga saham, volume perdagangan dan varian *return* berpengaruh pada *bid-ask spread* sebelum dan sesudah *right issue* dan apakah peristiwa *right issue* berpengaruh terhadap *bid-ask spread* yang dilihat dari perubahan *bid-ask spread*.

Rumusan Masalah

Transaksi suatu saham selalu berfluktuasi dari hari ke hari. Perubahan transaksi dipengaruhi oleh faktor-faktor internal maupun faktor-faktor eksternal perusahaan. Mengingat

peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan merupakan salah satu informasi yang mungkin dibutuhkan oleh investor sebagai dasar untuk membuat keputusan investasi, maka penelitian ini akan menguji apakah peristiwa *right issue* memiliki kandungan informasi yang cukup untuk membuat pasar bereaksi terhadap peristiwa tersebut. Reaksi pasar tersebut dalam penelitian ini dilihat dari besarnya perubahan *bid-ask spread*. Penelitian ini juga ingin melihat pengaruh variabel harga saham, volume perdagangan dan varian *return* terhadap *bid-ask spread* pada saat sebelum dan sesudah *right issue*.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Sinyal dan Asimetri Informasi

Asumsi dari teori sinyal, bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan dan manajemen selalu berusaha meningkatkan keuntungan. Hal ini berkaitan dengan *bid-ask spread* saham pada pelepasan sejumlah saham dan harga saham, yaitu manajemen dapat mengetahui permintaan dan penawaran sahamnya yang dilakukan investor luar dengan volume dan harganya. 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. Menurut Scoot (1997) dalam Harahap (2002) teori sinyal adalah aksi atau tindakan yang diambil oleh manajer tingkat tinggi, tidak akan rasional jika diambil oleh manajer tingkat rendah.

Asimetri informasi (*information asymetri*) merupakan informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang hanya mendapat sebagian informasi saja. Hal tersebut akan terlihat jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperoleh tentang semua hal yang dapat mempengaruhi perusahaan terhadap pasar, 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, 2000).

Asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperolehnya mengenai hal yang mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal. Apabila manajemen menyampaikan informasi ke pasar maka pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap adanya peristiwa tertentu yang mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga adanya pengumuman *right issue* atau penambahan saham baru juga akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang akan berpengaruh terhadap nilai saham perusahaan dan aktivitas perdagangan saham.

Pasar Modal

Menurut Ang (1997) pasar modal adalah sebagai suatu situasi dimana para penjual dan pembeli dapat melakukan negosiasi terhadap pertukaran suatu komoditas atau kelompok komoditas, dan komoditas yang dipertukarkan adalah modal. Tempat untuk melakukan pertukaran tersebut disebut bursa efek.

Menurut Undang-undang no. 8, tahun 1995 dan peraturan pemerintah Republik Indonesia no. 45 tahun 1995, bahwa perusahaan efek adalah pihak yang melaksanakan kegiatan

sebagai penjamin emisi efek (PEE), perantara pedagang efek (PPE), dan manajer investasi (MI) setelah memperoleh izin usaha dari BAPEPAM. Penjamin emisi efek adalah yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran perdana kepada masyarakat umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual. Perantara pedagang efek (PPE) adalah pihak yang melakukan kegiatan jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain. Manajer investasi (MI) adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU no.8,1995).

Berdasarkan uraian di atas maka pada bursa efek di Indonesia hanya dikenal satu sebutan bagi pihak yang melakukan jual beli efek yaitu perantara pedagang efek atau yang biasa disebut sebagai pialang saham. Di bursa-bursa dunia, dikenal istilah-istilah yang lebih spesifik untuk membedakan pihak yang melakukan jual beli efek berdasarkan fungsinya. Menurut situs *investorwords.com* secara umum ada tiga istilah untuk pihak yang melakukan jual beli efek, yaitu: *broker*, *dealer*, dan *broker/dealer*. *Broker* adalah individu atau perusahaan yang melakukan jual beli efek berdasarkan *order* dari klien atau investor. *Broker* dalam menjalankan fungsinya memperoleh pendapatan berupa komisi. *Dealer* adalah individu atau perusahaan yang dapat memperjualbelikan efek untuk dirinya sendiri atau perusahaannya dan dapat menyimpan efek sebagai persediaan. *Broker/dealer* adalah individu atau perusahaan yang dapat bertindak baik sebagai *broker* maupun sebagai *dealer*. Jadi individu atau perusahaan tersebut dapat memperjualbelikan efek baik untuk dirinya sendiri maupun untuk kliennya. Dari Uraian di atas, istilah yang paling tepat untuk perantara pedagang efek (PPE) adalah *broker/dealer*. *Broker* hanya membantu para investor melakukan transaksi jual beli efek di bursa efek untuk mendapatkan komisi. Dengan demikian, penelitian tentang *spread* berhubungan erat dengan perantara perdagangan efek (PPE).

Right Issue

Right issue adalah kegiatan penawaran umum terbatas kepada pemegang saham lama dalam rangka menerbitkan hak memesan efek terlebih dahulu (Ang, 1997). Makna penawaran umum di sini berarti memberikan tawaran kepada publik untuk memesan atau membeli saham, sedangkan makna terbatas menunjukkan bahwa penawaran umum ini hanya ditujukan kepada pemegang saham lama. *Right issue* ini akan menghasilkan suatu efek turunan yaitu berupa 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 (Ang, 1997). Pada proses *right issue*, bukti *right* merupakan produk turunan (derivatif) dari saham (Husnan, 1998).

Alasan yang biasanya digunakan untuk membenarkan *right* adalah agar setiap pemegang saham lama memiliki hak untuk mempertahankan persentase haknya atas laba dan hak suara dalam perusahaan, karena jika sejumlah besar saham baru langsung dijual kepada pemegang saham baru maka banyak hak suara dan laba dalam perusahaan akan

beralih kepada pemilik saham baru. Dapat dikatakan bahwa setiap pemegang saham lama yang ada mempunyai hak untuk mempertahankan haknya dalam aktiva perusahaan, dengan cara mempertahankan persentase kepemilikan dalam kekayaan bersih. Bagi investor, *right issue* berdampak positif kalau tidak berpengaruh terhadap harga saham tetapi sebaliknya, berdampak negatif kalau menyebabkan menurunnya harga saham.

Teori Spread

Krinsky dan Lee (1996) menyatakan bahwa terdapat tiga komponen kos dalam menetapkan *bid-ask spread*, yaitu (1) kos pemrosesan pesanan (*order processing cost*) (2) kos pemilikan saham (*inventory holding cost*), dan kos *adverse selection*. Kos pemrosesan pesanan merupakan kos yang dikeluarkan untuk mengatur transaksi, mencatat serta melakukan pembukuan. Kos pemilikan saham merupakan kos oportunitas dan resiko saham yang berkaitan dengan pemilikan saham. Kos *adverse selection* terjadi karena informasi terdistribusi secara asimetris diantara partisipan pasar modal; oleh karenanya *broker/dealer* menghadapi masalah *adverse selection* karena ia melakukan transaksi dengan investor yang memiliki informasi yang superior.

Salah satu elemen penting dalam biaya transaksi adalah *spread* antara harga *bid* dan harga *ask*. Biaya ini berhubungan dengan keinginan *dealer* untuk memperdagangkan saham mereka (Akmila dan Kusuma, 2003). Harga *bid* adalah harga dimana *dealer* bersedia untuk membeli suatu sekuritas, sedangkan harga *ask* adalah harga dimana *dealer* bersedia untuk menjual suatu sekuritas. Perbedaan antara harga *bid* dan harga *ask* ini adalah *spread*. Jadi *bid-ask spread* merupakan selisih antara harga jual dan harga beli.

Hamilton (1991) dalam Akmila dan Kusuma (2003) berpendapat bahwa ada dua model *spread* yakni *dealer spread* dan *market spread*. *Dealer spread* merupakan selisih antara harga *bid* dan harga *ask* yang menyebabkan individu *dealer* ingin memperdagangkan sekuritas dengan aktivitya sendiri. *Market spread* merupakan beda antara permintaan beli tertinggi dengan penawaran jual terendah yang terjadi pada suatu saat tertentu. *Market spread* dapat dari selisih dilihat dari selisih antara *offer price* dan *bid price* yang terdapat di bursa. Biaya kesegeraan bagi investor merupakan ukuran *market spread*, sedangkan persaingan antara *dealer* dan biaya *dealer* membuat pasar berhubungan dengan ukuran *dealer spread*.

Berkaitan dengan kedua jenis *spread* tersebut, tidak semua bursa dapat mengamati keduanya. *Dealer* di New York Stock Exchange (NYSE) tidak hanya menjalankan tugas sebagai *dealer*, tetapi juga menjalankan profesi sebagai *broker* atau dalam hal ini sama dengan perantara pedagang efek di Indonesia. Menurut Cohen et. al (1986) dalam Mubarak (2002), *spread dealer* di NYSE merupakan *market spread*, bukan *dealer spread*, karena *dealer* terkadang juga memenuhi suatu pesanan dengan harga yang ditetapkan oleh pemesan. Akibatnya, *dealer spread* di NYSE tidak dapat diamati. *Dealer spread* akan dapat diamati dalam mekanisme perdagangan di bursa paralel (misalnya NASDAQ) karena *dealer* di bursa paralel hanya berprofesi sebagai *dealer* tidak sebagai *broker* atau biasa disebut *broker/dealer*. Di Bursa Efek Jakarta (BEJ), sebagaimana di NYSE, terdapat kesulitan mengamati *dealer spread* karena fungsi perantara pedagang efek yang berperan ganda yaitu sebagai *dealer* dan *broker* atau biasa disebut *broker/dealer*. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan *market spread* karena *dealer spread* tidak dapat diamati di Bursa Efek Jakarta.

Kerangka Pemikiran Teoritis

Penelitian ini dimaksudkan untuk melihat reaksi dari peristiwa *right issue*. Jika peristiwa tersebut mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu peristiwa tersebut terjadi. Sheehan dkk (1997) dalam Budiarto dan Baridwan (1999) berpendapat bahwa terdapat asimetri informasi di antara investor terhadap informasi *right issue*, sehingga pasar akan bereaksi terhadap peristiwa *right issue*. Reaksi tersebut dalam penelitian ini dilihat dari besarnya perubahan *bid-ask spread*. Bila terjadi reaksi terhadap peristiwa *right issue* maka akan terjadi perubahan *bid-ask spread*.

Faktor-faktor yang menjadi determinan bagi *bid-ask spread* adalah harga, volume perdagangan dan varian *return* (Stoll (1978) dalam Mubarak (2002). Demsetz (1968) dalam Fatmawati dan Asri (1999) berpendapat bahwa *dealer* memperoleh kompensasi dengan membeli saham pada harga beli (P_b) yang umumnya lebih rendah dari harga sesungguhnya (P_t) dan menjual saham pada harga jual (P_j) yang umumnya lebih tinggi dari harga sesungguhnya (P_t). *Spread* yang diperoleh digunakan untuk menutupi kos yang terjadi. Menurut Stoll (1978b) dalam trilestari (2001) berpendapat bahwa *spread* dapat dihitung dengan rumus : $(P_j - P_b)/P_t$. Dengan demikian, *spread* akan semakin rendah bila harga saham semakin tinggi atau dengan kata lain *spread* memiliki hubungan negatif dengan harga saham.

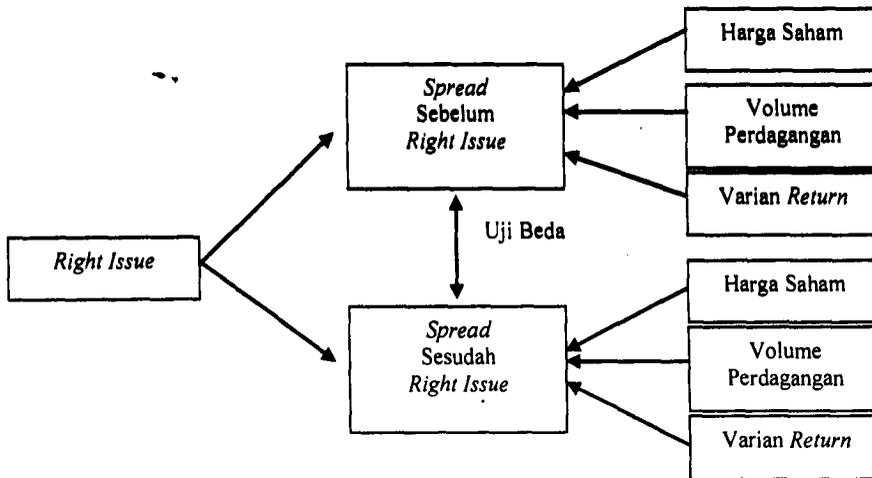
Biaya pemilikan suatu saham berpengaruh positif terhadap *bid-ask spread* saham tersebut (Stoll (1978) dalam Mubarak (2002)). Berarti semakin tinggi biaya pemilikan saham maka akan menyebabkan *bid-ask spread* yang semakin melebar. Volume perdagangan saham yang semakin besar menandakan bahwa saham tersebut aktif ditransaksikan, sehingga *broker/dealer* tidak perlu menyimpan saham tersebut terlalu lama sehingga menurunkan biaya pemilikan saham tersebut. Dengan demikian, maka volume perdagangan berhubungan negatif dengan *bid-ask spread*.

Penyerapan informasi yang dilakukan partisipan pasar melalui pengumuman publik (*right issue*) akan menyebabkan menurunnya asimetri informasi sehingga *adverse selection risk* yang dihadapi *broker/dealer* cenderung menurun dan akhirnya berdampak pada penurunan *bid-ask spread*. Penelitian yang dilakukan stoll (1978b) dalam fatmawati dan Asri (1999) menemukan bukti bahwa secara mendasar perbedaan *spread* saham tergantung pada

variabilitas *return* saham dan periode pemilikan saham tertentu. Variabilitas saham mewakili resiko saham yang dihadapi *broker/dealer*. Resiko saham yang semakin tinggi menyebabkan *broker/dealer* berusaha menutupinya dengan *spread* yang lebih besar. Dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara varian *return* dengan *spread*.

Uraian di atas dapat disederhanakan sebagaimana yang dapat dilihat pada gambar 1 sebagai berikut :

Gambar 1
Harga Saham
Kerangka Pemikiran



Hipotesis

Berdasarkan dari apa yang dikemukakan di atas maka dapat dibuat hipotesis alternatif sebagai berikut :

- H1 : Harga saham, volume perdagangan dan varian *return* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *spread* sebelum *right issue*
- H2 : Harga saham, volume perdagangan dan varian *return* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *spread* sebelum *right issue*
- H3 : Harga saham, volume perdagangan dan varian *return* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *spread* sesudah *right issue*
- H4 : Harga saham, volume perdagangan dan varian *return* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *spread* sesudah *right issue*
- H5 : Ada perbedaan signifikan antara *spread* sebelum dan sesudah *right issue*

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi yang dipilih adalah perusahaan yang melakukan kebijakan *right issue* pada rentang waktu 1 Januari 2000 sampai 31 Desember 2002. Tahun 2000, 2001, dan 2002

dipilih karena menggambarkan kondisi yang relatif baru pada pasar modal di Indonesia, sehingga diharapkan hasil penelitian akan lebih relevan untuk memahami kondisi pasar modal yang aktual di Indonesia.

Pemilihan sampel akan dilakukan secara tidak random atau bersifat *purposive*. *Purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2002). Dasar pertimbangan tersebut adalah :

1. Saham tersebut diperdagangkan secara aktif di Bursa Efek Jakarta selama periode pengamatan.
2. Emiten tidak mengeluarkan publikasi informasi keuangan lain seperti pengumuman pembagian deviden, *stock split*, saham bonus maupun *corporate action* lainnya selama periode pengamatan. Hal ini bertujuan agar perubahan variabel yang diamati benar-benar hanya disebabkan pengumuman *right issue*.
3. Kelengkapan data emiten berkaitan dengan pengumuman *right issue*.

Jenis dan Sumber Data

Data-data harga saham, volume perdagangan, *bid price*, dan *offer price* diperoleh dari kumpulan perdagangan harian 2000, 2001 dan 2002 yang ada di Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Jakarta (PRPM BEJ), data mengenai tanggal *ex-right* diperoleh dari JSX *Yearly Statistik* dan prospektus *right issue* emiten yang bersangkutan yang terdapat di PRPM BEJ. Informasi penunjang lainnya diperoleh dari JSX *Watch* dan *Indonesian Capital Market Directory*.

Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan beberapa variabel penelitian, yakni:

- (1) *Bid-ask spread* merupakan *spread* pasar, yaitu selisih antara harga penawaran jual terendah (*lowest ask*) atau biasa disebut sebagai *offer price* dengan harga permintaan beli tertinggi (*highest bid*) atau biasa disebut sebagai *bid price* untuk saham tertentu terhadap rata-rata *offer price* dan *bid price*. *Offer price* dan *Bid price* yang digunakan adalah *offer price* dan *bid price* penutupan di bursa. *Spread* yang digunakan adalah rata-rata *spread* selama lima hari sebelum dan lima hari sesudah *right issue*. Adapun, *spread* menurut Howe and Lin (1992) dalam Akmila dan Kusuma (2003) ditentukan sebagai berikut:

$$Spread = \frac{(Ask - Bid)}{1/2 (Ask + bid)}$$

- (2) Harga adalah harga penutupan (*closing price*) perdagangan harian saham selama periode penelitian. penelitian ini menggunakan harga rata-rata selama lima hari sebelum dan sesudah *right issue*.
- (3) Volume perdagangan merupakan volume perdagangan saham harian selama periode penelitian. Volume perdagangan dihitung berdasarkan jumlah rata-rata volume perdagangan harian saham selama lima hari sebelum dan sesudah *right issue*.

- (4) Varian *return* adalah varian dari *return* harian selama periode penelitian. Varian *return* yang digunakan adalah rata-rata lima hari sebelum dan sesudah *right issue*. *Return* harian merupakan persentase perubahan harga saham pada hari ke t dengan harga saham pada hari t sebelumnya, seperti ditunjukkan rumus berikut ini:

$$R = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Sedangkan rumus varian dari *return* adalah sebagai berikut:

$$\sigma R = \frac{\sum (R_t - \bar{R})^2}{n-1}$$

Metode Analisis

Data penelitian dianalisis dan diuji dengan beberapa uji statistik yang terdiri dari uji asumsi klasik, uji regresi dan uji beda paired samples t test.

a. Uji Asumsi Klasik

Untuk memperoleh hasil analisis data yang memenuhi syarat pengujian, maka penelitian ini melakukan pengujian asumsi klasik. Uji asumsi klasik tersebut terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokolerasi dan uji heteroskedastisitas.

b. Uji Regresi

Hipotesis pertama, kedua, ketiga dan keempat menggunakan uji regresi. Persamaan dalam regresi sederhana merupakan cara yang dapat digunakan untuk menguji interaksi satu variabel, sedangkan regresi berganda merupakan cara yang dapat digunakan untuk menguji interaksi antara beberapa variabel. Regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda karena menggunakan satu variabel terikat yaitu *spread* dan tiga variabel bebas yaitu harga saham, volume perdagangan dan variabilitas *return*.

Model yang dikembangkan untuk pengujian H1, H2, H3 dan H4 adalah sebagai berikut:

$$\text{LnSpread}_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \text{Lnharga}_{i,t} + \hat{\alpha}_2 \text{Lnvol}_{i,t} + \hat{\alpha}_3 \text{LnVarian}_{i,t} + \hat{\alpha}_{i,t}$$

Keterangan :

$\text{LnSpread}_{i,t}$: Logaritma natural *spread*

$\text{Lnharga}_{i,t}$: Logaritma natural harga saham

$\text{LnVol}_{i,t}$: Logaritma natural volume perdagangan

$\text{LnVarian}_{i,t}$: Logaritma Natural volatilitas harga saham

$\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2, \hat{\alpha}_3$: koefisien regresi

i : hari ke- i

t : tahun ke t dari bulan Januari 2000 - Desember 2002

$\hat{\alpha}_{i,t}$: standar error (variabel pengganggu)

c. Uji Beda *Paired-samples t Test*

Hipotesis kelima akan menguji apakah terdapat perbedaan atau perubahan *bid-ask spread* yang terjadi selama sepuluh hari disekitar peristiwa *right issue*, yaitu lima hari sebelum *ex-right* dan lima hari sesudah *ex-right*. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji beda *paired-samples t test*. Pada uji ini, variabel *spread* dikelompokkan menjadi dua, *spread* sebelum *ex-right* dan *spread* sesudah *ex-right*. Lalu uji menggunakan *paired-samples t test* dilakukan sehingga akan diketahui ada tidaknya perubahan *spread* yang terjadi di sekitar *right issue*.

HASIL PENELITIAN

Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian hipotesis pertama, kedua, ketiga dan keempat menggunakan uji regresi. Sebelum dilakukan uji secara regresi dilakukan pengujian asumsi klasik. Uji tersebut dilakukan untuk mengetahui apakah model yang dipakai tersebut relevan atau tidak. Pengujian asumsi klasik tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Uji Normalitas

Uji normalitas yang dilakukan adalah dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal dan *ploting* data akan dibandingkan dengan garis diagonalnya. Terdapat cara lain untuk melakukan uji normalitas yaitu dengan melakukan *Kolmogorov-Smirnov test*. Hasil uji dengan menggunakan *normal probability plot* dan *Kolmogorov-Smirnov test* menunjukkan hasil yang normal pada data setelah ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural (\ln).

b. Uji Multikolinieritas

Cara mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas adalah dilihat dari nilai *variance inflation factor* (VIF). Bila nilai VIF lebih dari 10 maka terjadi multikolinieritas, dan bila dibawah 10 maka tidak ada masalah dengan multikolinieritas. Hasil dari uji yang dilakukan tidak terdapat nilai VIF di atas 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi pada penelitian ini terbebas dari problem multikolinieritas.

c. Uji Autokorelasi

Pengujian yang digunakan adalah uji *Durbin Watson*, yaitu dengan melihat tabel DW untuk mengetahui nilai d_l dan d_u dengan $K = 3$ dan $N = 22$. Berdasarkan dari uji yang dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian, model regresi sebelum dan sesudah *right issue* tidak mengalami autokorelasi karena nilai DW statistik berada antara d_u dan d_l .

d. Uji Heteroskedastisitas

Cara mendeteksi adalah dengan melihat grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) pada sumbu X dengan residualnya (SRESID) pada sumbu Y. Jika titik-titik membentuk pola tertentu maka mengindikasikan adanya heteroskedastisitas, jika titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Dari uji yang dilakukan, diketahui bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar

diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y. Jadi dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi variabel terikat yaitu *bid-ask spread* yang dipengaruhi oleh variabel bebas yaitu harga saham, volume, dan varian *return*.

Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil analisis yang telah dikaji secara statistik, maka didapat hasil yang dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini :

Tabel 1
Hasil Pengujian Sebelum dan Sesudah *Right Issue*

	Sebelum <i>Right Issue</i>		Sesudah <i>Right Issue</i>	
	Sig	Ket	Sig	Ket
Uji Secara Parsial				
Harga Saham	0,255	Negatif Tidak Sig.	0,642	Negatif Tidak Sig.
Volume	0,000	Sig. Negatif	0,000	Sig. Negatif
Var. <i>Return</i>	0,007	Sig. Positif	0,040	Sig. Positif
Uji Secara Simultan	0,000	Sig.	0,000	Sig
Uji Beda <i>Spread</i>	Nilai Sig. Sebesar 0,46976. Tidak Ada Perbedaan secara signifikan, tetapi rata-rata menyempit			

Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Hasil Pengujian Hipotesis 1

Hipotesis pertama (H1) adalah : Harga saham, volume perdagangan dan varian return secara parsial berpengaruh signifikan terhadap spread sebelum right issue

Berdasarkan hasil uji statistik ditemukan bahwa secara parsial variabel harga saham tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *spread*. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Fatmawati dan Asri (1999) dan Mubarak (2002) yang menyatakan bahwa harga saham berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *spread*. Akmila dan Kusuma (2003) pada penelitiannya menyatakan bahwa harga saham berpengaruh positif secara signifikan terhadap *spread*.

Variabel kedua yaitu volume perdagangan setelah dilakukan pengujian, volume perdagangan secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap *spread*. Hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas sebesar 0,000 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05 dan koefisien variabel volume perdagangan saham sebesar -0,242. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Trilestari (2001), Fatmawati dan Asri (1999), Harahap (2002)

dan Mubarak (2002). Akmila dan Kusuma (2003) pada penelitiannya menyatakan bahwa volume perdagangan berpengaruh positif secara signifikan terhadap *spread*.

Variabel ketiga yaitu varian *return* setelah dilakukan pengujian, varian *return* secara parsial berpengaruh positif secara signifikan terhadap *spread*. Hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas sebesar 0,007 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05 dan koefisien variabel varian *return* sebesar 0,247. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan Fatmawati dan Asri (1999).

Hasil Pengujian Hipotesis 2

Hipotesis kedua (H2) adalah: Harga saham, volume perdagangan dan varian return secara simultan berpengaruh signifikan terhadap spread sebelum right issue

Hasil uji hipotesis kedua yang menggunakan uji F menghasilkan nilai probabilitas sebesar yaitu sebesar 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa secara simultan harga saham, volume perdagangan dan varian *return* berpengaruh terhadap *spread* sebelum *right issue*. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Mubarak (2002).

Hasil Pengujian Hipotesis 3

Hipotesis ketiga (H3) adalah : Harga saham, volume perdagangan dan varian return secara parsial berpengaruh signifikan terhadap spread sesudah right issue

Hasil pengujian hipotesis ketiga adalah sebagai berikut: Pengujian secara parsial terhadap harga saham sesudah *right issue* hasilnya adalah tidak berpengaruh signifikan terhadap *spread*. Volume perdagangan saham sesudah *right issue* berpengaruh negatif signifikan terhadap *spread*, sedangkan varian *return* sesudah *right issue* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *spread*. Hasil pengujian hipotesis ketiga ini menunjukkan hasil yang sama dengan hipotesis kedua sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat perbedaan hasil uji regresi baik sebelum maupun sesudah *right issue*.

Hasil Pengujian Hipotesis 4

Hipotesis keempat (H4) adalah: Harga saham, volume perdagangan dan varian return secara simultan berpengaruh signifikan terhadap spread sesudah right issue

Hasil uji hipotesis keempat yang menggunakan uji F menghasilkan nilai probabilitas sebesar yaitu sebesar 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa secara simultan harga saham, volume perdagangan dan varian *return* berpengaruh terhadap *spread* sesudah *right issue*. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Mubarak (2002).

Hasil Pengujian Hipotesis 5

Hipotesis kelima (H5) adalah: Ada perbedaan signifikan antara spread sebelum dan sesudah right issue

Uji statistik dilakukan dengan menggunakan t hitung pada tingkat signifikansi 5 persen. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini :

Tabel 2
Uji Beda Spread Sebelum dan Sesudah *Right Issue*

Rata-rata <i>spread</i> sebelum	Rata-rata <i>spread</i> sesudah	Mean difference	T	Sig
0,1128185	0,08877	0,02405	0,73618	0,46976

Sumber : Data Sekunder yang Diolah

Berdasarkan hasil uji dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *bid-ask spread* yang signifikan antara sebelum dan sesudah *right issue* sehingga hipotesis kelima ditolak. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi sebesar 0,469 dimana nilai tersebut lebih besar dari 0,05. Tidak adanya perbedaan *spread* yang signifikan menunjukkan bahwa pasar tidak terlalu bereaksi dengan adanya peristiwa *right issue*, tetapi reaksi pasar tetap ada ini ditunjukkan dengan adanya perbedaan rata-rata *spread* dimana rata-rata *spread* sebelum *right issue* sebesar 0,1128 dan sesudah *right issue* rata-rata *spread* menyempit menjadi sebesar 0,0887. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sejenis. Fatmawati dan Asri (1999) yang menguji perbedaan *spread* sebelum dan sesudah *stock split* menunjukkan bahwa *spread* sesudah *stock split* lebih besar dari sebelum *stock split* sehingga dapat dikatakan terdapat penurunan likuiditas saham sesudah *stock split*. Mubarak (2002) yang menguji *spread* sebelum dan sesudah pengumuman laba menemukan bahwa *spread* menyempit secara signifikan sesudah pengumuman laba.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan, dapat disimpulkan bahwa :

1. Uji secara parsial sebelum *right issue* menunjukkan bahwa variabel harga saham tidak berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *spread*, hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi sebesar 0,255. Penelitian ini berhasil membuktikan bahwa volume perdagangan dan varian *return* berpengaruh secara signifikan terhadap *spread*, dimana volume perdagangan berpengaruh negatif dan varian *return* berpengaruh positif terhadap *spread*.
2. Pengujian secara bersama-sama menggunakan uji F diketahui bahwa sebelum *right issue* ketiga variabel bebas yaitu harga saham, volume perdagangan dan varian *return* secara simultan berpengaruh terhadap *spread*. Ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi sebesar 0,000.
3. Uji secara parsial sesudah *right issue* penelitian ini berhasil membuktikan bahwa volume perdagangan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *spread* dengan nilai signifikansi sebesar 0,000, sedangkan varian *return* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *spread* dengan nilai signifikansi sebesar 0,040. Tetapi penelitian ini tidak berhasil membuktikan bahwa harga saham berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *spread*.
4. Pengujian secara bersama-sama menggunakan uji F diketahui bahwa sesudah *right issue* ketiga variabel bebas yaitu harga saham, volume perdagangan dan varian *return* secara simultan berpengaruh terhadap variabel terikatnya. Ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi

sebesar 0,000. Hasil ini menunjukkan bahwa secara simultan pengaruh antara variabel independen dengan terikat konsisten antara sebelum dan sesudah *right issue*.

5. Uji beda *paired-samples t test* dilakukan untuk menguji apakah *spread* berbeda sebelum dan sesudah *right issue*. Hasil analisis menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara *spread* sebelum dan sesudah *right issue*. Temuan penelitian ini memunculkan dugaan bahwa *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang cukup sehingga menyebabkan tidak terjadinya reaksi oleh pelaku pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Akmila, Fitria dan Hadri Kusuma, 2003. “*The Effect of Stock Splits on The Stock Liquidity: The Case of Companies listed in The Jakarta Stock Exchange (JSX)*”, The Journal of Accounting, Management, and Economic Research, Vol.3, No.1, February 2003, pp 35-49
- Ang, Robert, 1997, Buku Pintar Pasar modal, Mediasoft Indonesia, Jakarta
- Barclay, Michael J. and Robert H. Litzenberger, 1988, “*Announcement Effects of New Equity Issues and the Use of Intraday Prices*”, Journal of Financial Economics (JFE), Vol.17, pp 309-311
- Budiarto, Arif dan Zaki Baridwan, 1999, “Pengaruh Pengumuman *Right Issue* terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1996”, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol.2, No.1, Januari, Hal 91-116
- Bursa Efek Jakarta, 1995, Himpunan Peraturan Pasar Modal Indonesia: Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 45, Tahun 1995, Tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Pasar Modal, Jakarta
- _____, 1995, Himpunan Peraturan Pasar Modal Indonesia: Lembaran Negara Republik Indonesia, Nomor 64, Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8, Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Jakarta
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin, 2001, Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab, Salemba Empat, Jakarta
- Fatmawati, Sri dan Marwan Asri, 1999, “Pengaruh *Stock Split* terhadap Likuiditas Saham yang Diukur dengan Besarnya *Bid-ask Spread* di Bursa Efek Jakarta”, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol.14, No.4, hal 93-110
- Ghozali, Imam, 2002, Statistik Non Parametrik, Teori dan Aplikasi dengan Program SPSS, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- _____, Imam dan Agus Solichin, 2003, “Analisis Dampak Pengumuman *Right Issue* terhadap Reaksi Pasar di Bursa Efek Jakarta, Jurnal Ekonomi Perusahaan, Vol.10, No.1, Maret, hal 100-114
- Giri, Efraim Ferdinand, 1997, Pengaruh Kebijakan Perubahan Deviden Terhadap Informasi Asimetri yang Diukur dengan besarnya *bid-ask spread*, Tesis Magister Akuntansi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta
- Gujarati, Damodar dan Sumarno Zain, 1978, Ekonometrika Dasar, Erlangga, Jakarta
- Hair, F. Joseph. et. Al, 1995, *Multivariate Data Analysis with Readings (Fourth Edition)*, Prentice-hall, New Jersey

- Halim, Abdul dan Nasuhi Hidayat, 2000, "Studi empiris tentang Pengaruh Volume Perdagangan dan Return terhadap *Bid-Ask Spread* Saham Industri Rokok di Bursa Efek Jakarta dengan Model Koreksi Kesalahan", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, hal 69-85
- Harahap, M. Arif, 2002, Analisis Pengaruh Volume Perdagangan Saham dan Return Saham terhadap *Bid-Ask Spread* Perusahaan Go publik, Tesis Magister Akuntansi, Universitas Diponegoro, Semarang
- Husnan, Suad, 1998, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta
- Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta
- Kothare, M, 1997, "*The effects of Equity Issues on Ownership Structure and Stock Liquidity: A Comparison of Right and Public Offerings*", *Journal Financial Economic*, Vol.1, pp 131-148
- Krinsky, Itzhak dan Jason Lee, 1996, "*Earning Announcements and the Components of the Bid-Ask Spread*", *The Journal of Finance*, Vol.LI, No.4, September, pp.1523-1535
- Mikkelson, Wayne H. and M. Megan Partch, 1986, "*Valuation Effect of Security Offerings and The Issuance Process*", *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp.31-60
- Mubarak, Zaki, 2002, Perubahan Bid-Ask Spread dan Analisis Faktor yang Mempengaruhinya Disekitar Pengumuman Laba (Studi Empiris pada LQ 45), Tesis Magister Akuntansi, Universitas Diponegoro, Semarang
- Samsul, M, 1989, "Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Harga Saham", *Media Akuntansi*, No.8, Thn VIII, Agustus
- Sugiyono, 2002, *Metode Penelitian Bisnis*, CV ALFABETA, Bandung