

## RINGKASAN DAN SUMMARY

### RINGKASAN

Kegiatan penawaran saham secara terbatas melalui right issue banyak dilakukan oleh emiten dalam beberapa tahun terakhir. Berkaitan dengan kegiatan tersebut, banyak hipotesis yang menyatakan reaksi investor yang negatif maupun positif terhadap event ini. Penelitian ini bertujuan untuk menguji kinerja keuangan dan operasi perusahaan-perusahaan yang melakukan right issue. Sebanyak 96 perusahaan terpilih menjadi sampel penelitian yang kemudian dibagi menjadi sampel perusahaan issuer dan non issuer. Analisis dilakukan menggunakan uji-t berpasangan dan uji-t independen untuk menguji hipotesis. Hasil analisis menunjukkan beberapa rasio seperti Current Ratio, Asset Turnover, ROI, ROE dan PER menunjukkan hasil yang signifikan secara statistik. Rasio-rasio tersebut menunjukkan nilai mean yang menurun pada jangka waktu setelah right issue dibandingkan dengan sebelum right issue. Hal ini berarti kinerja keuangan dan operasi mengalami penurunan setelah right issue dilakukan, sedangkan nilai likuiditasnya justru meningkat. Perbandingan yang dilakukan dengan sampel perusahaan non issuer menunjukkan hasil Asset turnover dari perusahaan perbandingan menunjukkan hasil yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan issuer untuk semua periode. Sedangkan untuk rasio lain menunjukkan kecenderungan yang sama untuk periode tertentu. Pengujian juga dilakukan terhadap kinerja saham perusahaan yang melakukan right issue. Hasilnya menunjukkan return saham perusahaan issuer menunjukkan kinerja yang lebih rendah dan menurun dibandingkan dengan kinerja return perusahaan perbandingan dan return pasar.

Kata-kata kunci: *right issue*, kinerja keuangan, kinerja operasi, *underperformed*

### SUMMARY

The event of right issues in emerging market have known as part of seasoned equity offering. There are many hypothesis state negative response from investor as well as positive effect. This research want to test the financial and operating performance of companies that conducting right issues, especially company performance in two years before and after that event. Total of 77 companies that sub divided into *issuers* and *non issuers* sample have chosen. Analysis performed using paired t-test and independent sample t-test to test the hypothesis. The analysis shows for some of of the ratios such as Current ratio, Asset Turnover, ROI, ROE, and PER have statistically significant results. These results mean that the profitability and operating performance of sample have decline after conducted right issues, while liquidity performance have shown increasing value. After comparing with *non issuers* sample, the asset turn over of *issuers* have shown significant result in all of periods, while other ratios like current ratio, leverage, operating and net profit margin and return of investment have shown statistically significant in part of periods. We also test the impact of right issues on performance of the stock return. The result show that companies have significant decline of its stock return compare with *non issuers* and market return.

Keywords: *right issue*, kinerja keuangan, kinerja operasi, *underperformed*

## PRAKATA

Puji syukur kami haturkan kepada Allah Swt atas segala karunia yang diberikan-Nya atas terselesaikannya penelitian ini. Penelitian ini merupakan penelitian Dosen Muda yang mengambil tema Analisis kinerja keuangan dan operasi perusahaan yang melakukan penawaran saham melalui *right issue* di Indonesia. Didalam penelitian ini peneliti tertarik mengambil tema tentang *right issue*. Fenomena *right issue* semakin berkembang dalam beberapa tahun terakhir sebagai alternatif bagi perusahaan emiten untuk memperoleh tambahan modal setelah mereka menjadi perusahaan publik. Ketika dana masyarakat banyak yang masuk ke perusahaan ternyata kinerja keuangan dan operasi dari perusahaan-perusahaan tersebut menunjukkan hasil yang kurang memuaskan. Berdasarkan hal tersebut maka peneliti tertarik mengambil tema penelitian ini.

Pada kesempatan ini tidak lupa peneliti ucapkan terima kasih yang tak terhingga kepada semua pihak yang tidak bisa kami sebutkan satu-persatu yang telah membantu terlaksanakannya penelitian ini. Sedangkan penelitian ini sendiri masih jauh dari sempurna dan memerlukan pengembangan lebih lanjut. Oleh karena itu peneliti mengajak peneliti lain untuk melakukan pengembangan lebih lanjut terhadap penelitian ini pada khususnya dan penelitian di bidang Akuntansi dan Keuangan pada umumnya.

Semarang, 25 Oktober 2004

(Puji Harto)

## DAFTAR ISI

LEMBAR IDENTITAS DAN PENGESAHAN .....	ii
RINGKASAN DAN SUMMARY .....	iii
PRAKATA .....	iv
DAFTAR TABEL .....	vi
DAFTAR GAMBAR .....	vii
I. PENDAHULUAN .....	1
II. TINJAUAN PUSTAKA .....	3
III. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN .....	8
IV. METODE PENELITIAN .....	8
V. HASIL DAN PEMBAHASAN .....	13
VI. KESIMPULAN DAN SARAN .....	20
DAFTAR PUSTAKA .....	23
LAMPIRAN .....	24

## DAFTAR TABEL

Tabel 1. Penggambaran sampel berdasarkan tahun peristiwa .....	10
Tabel 2. Uji t berpasangan periode sebelum dan sesudah right issue .....	14
Tabel 3. Pengujian t statistik perusahaan issuer dan non issuer .....	16
Tabel 4. Perbandingan kinerja return saham perusahaan issuer dan non issuer .	18

## DAFTAR GAMBAR

- Gambar 1. kinerja return perusahaan issuer dibandingkan dengan non issuer dan pasar ..... 19

## I. PENDAHULUAN

Perusahaan yang telah *go public* dalam perkembangannya masih membutuhkan sumber dana untuk membiayai kegiatan usahanya. Berkaitan dengan hal tersebut penawaran terbatas atau disebut pula *right issue* merupakan salah satu cara yang ditempuh untuk memperoleh sumber dana. *Right issue* sendiri merupakan penawaran sekuritas baru kepada pemegang saham perusahaan untuk membeli saham baru tersebut pada harga tertentu pada saat tertentu pula. Eckbo dan Masulis (1992) menyatakan perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi akan cenderung menggunakan *right issue* untuk memperoleh ekuitas baru.

Penelitian tentang reaksi pasar terhadap *right issue* yang dilakukan perusahaan menunjukkan hasil yang beragam. Di Amerika Serikat reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue* umumnya negatif (White dan Lusztig, 1980; Hansen, 1989; Eckbo dan Masulis, 1992). Sedangkan pada wilayah diluar Amerika, berbagai studi menunjukkan hasil reaksi pasar yang positif dan signifikan untuk perusahaan-perusahaan Swiss (Loderer dan Zimmerman, 1988), perusahaan Jepang (Kang dan Stulz, 1996), Korea (Dhatt et al., 1996), Yunani (Tsangarakis, 1996). Hasil yang positif tetapi reaksi pasarnya tidak signifikan juga dilaporkan pada perusahaan di Finlandia. Dilain pihak hasil yang serupa dengan di AS yaitu return negatif yang signifikan terdapat pada perusahaan di Australia dan Inggris (Marsden, 2000).

Disamping penelitian tentang dampak *right issue* terdapat pula penelitian yang menyoroti kinerja operasi perusahaan yang melakukan *right issue* seperti yang dilakukan Loughran dan Ritter (1997). Mereka meneliti perbedaan kinerja perusahaan pada waktu sebelum dan sesudah melakukan *right issue* tepatnya dalam horison waktu lima tahun sebelum dan lima tahun sesudah *right issue*. Hasilnya menunjukkan bahwa

dalam jangka panjang kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* mengalami penurunan.

Berbagai penelitian diatas menunjukkan reaksi yang beragam dari investor terhadap kegiatan *right issue* yang dilakukan perusahaan. Salah satu keyakinan investor yang dikemukakan melalui hipotesis *negative information effect* menyatakan bahwa *right issue* akan direspon secara negatif oleh pasar (Miller dan Rock, 1985). Hal ini dikarenakan pasar menangkap signal negatif tentang kondisi perusahaan yang kurang sehat. Penerbitan ekuitas baru oleh manajemen pada umumnya bertujuan untuk memperkuat struktur modal dan melakukan kesempatan investasi yang membutuhkan dana besar. Apabila dana yang diperoleh dari kegiatan seperti *right issue* digunakan manajemen untuk membiayai hutang yang telah jatuh tempo ataupun mendanai suatu proyek yang memiliki NPV nol atau malah negatif, maka hal tersebut merupakan *bad news* bagi investor. Mereka akan menilai bahwa manajemen kurang mampu untuk menghasilkan laba dan arus kas yang bagus di masa mendatang. Sehingga tidak mengherankan apabila harga saham sesudah *right issue* akan mengalami penurunan.

Fenomena diatas memunculkan pertanyaan bagaimana sebenarnya kinerja keuangan dan operasi perusahaan yang melakukan *right issue*. Pertanyaan tersebut merupakan fokus utama dari penelitian ini. Sehingga tujuan dari penelitian ini adalah untuk membandingkan kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah melakukan *right issue*. Proksi yang digunakan untuk menilai kinerja keuangan dan operasi adalah rasio-rasio keuangan perusahaan dan kinerja return saham. Rasio-rasio tersebut terbagi atas rasio likuiditas, rasio leverage, rasio operasi dan *turn over* serta rasio profitabilitas. Sedangkan kinerja return saham dalam jangka panjang dihitung sebagai rata-rata return bulanan dalam satu tahun selama lima tahun pengamatan.

Penelitian ini menjadi unik karena menekankan pada kinerja perusahaan dalam jangka panjang berkaitan dengan peristiwa *right issue*. Disamping itu penelitian ini menggunakan sampel pembanding agar temuan yang dihasilkan lebih *robust*. Selanjutnya pada bagian dua akan dijelaskan tinjauan literatur dan pengembangan hipotesis, bagian tiga membicarakan metoda penelitian, bagian empat menjelaskan hasil penelitian, bagian lima dijelaskan tentang simpulan serta pada bagian akhir membahas keterbatasan dan implikasi penelitian mendatang.

## II. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penelitian tentang *right issue* telah lama dilakukan sebagai bagian dari *corporate event*. Berbagai studi empiris yang dilakukan menunjukkan hasil return negatif secara signifikan atas pengumuman, yang mengindikasikan bahwa penerbitan ekuitas membawa informasi yang tidak menguntungkan bagi pasar mengenai nilai perusahaan (*firm value*).

Scholes (1972) mencoba menguji perusahaan yang melakukan *right issue* dengan menggunakan *event study*. Dengan 696 sampel perusahaan di New York Stock Exchange tahun 1926 sampai 1966 dia menemukan bukti bahwa abnormal return mencapai 0,3 persen dalam bulan sebelum tanggal pengumuman dan satu bulan setelah tanggal pengumuman tidak ditemukan lagi abnormal return.

Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa harga saham akan menurun ketika penerbitan ekuitas diumumkan karena pemegang saham menyadari bahwa manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih superior dan mereka menilai keputusan perusahaan untuk menjual saham sebagai bukti bahwa saham *overpriced*. Hal ini disebut sebagai hipotesis "*price pressure*". Korajczyk et al. (1992) memperluas model Myers dan Majluf (1984) dengan secara eksplisit mengasumsikan bahwa asimetri

informasi adalah bervariasi dengan waktu (*time-varying*). Mereka menyarankan bahwa perusahaan dapat memilih untuk menerbitkan ekuitas jika asimetri informasi hanya sedikit terjadi antara manajer dan pihak investor luar. Secara khusus mereka menyatakan bahwa release informasi yang kredibel dapat mengurangi ketidakpastian penilaian informasi privat dari manajemen sehingga mengurangi turunnya harga pada saat setelah pengumuman penerbitan. Selanjutnya penurunan harga akan semakin meningkat seiring dengan berjalannya waktu sejak informasi dikeluarkan. Tetapi hal ini berbeda dengan hasil penelitian Smith (1977) yang melakukan pengujian terhadap 835 sampel perusahaan yang melakukan *right issue* di NYSE pada tahun 1926 sampai 1975. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa abnormal return satu tahun sebelum pengumuman *right issue* mencapai 8 sampai 9 persen dan tidak ada abnormal return satu tahun sesudahnya. Selain itu penurunan harga saham hanya mencapai 1,4 persen dalam waktu dua bulan dan sesudah itu posisi harga saham akan naik kembali.

Penelitian Healey dan Palepu (1990) mencoba menangkap kandungan informasi dari pengumuman *seasoned equity offering* di Amerika. Temuan mereka antara lain bahwa pengumuman tersebut memberikan informasi tentang risiko perusahaan mendatang tetapi tidak memberikan informasi tentang tingkat laba mendatang. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa manajer memutuskan untuk menerbitkan ekuitas dan mengurangi leverage finansial ketika mereka memperkirakan terjadinya peningkatan volatilitas *earning* perusahaan mendatang dikarenakan peningkatan risiko bisnis. Pihak investor yang melihat bahwa manajer memiliki informasi yang superior tentang prospek perusahaan mereka, segera menangkap keyakinan manajer melalui event penerbitan ekuitas sehingga menghasilkan reaksi pasar yang negatif.

Sebenarnya reaksi pasar terhadap penerbitan ekuitas tidak harus negatif jika perusahaan dapat menghasilkan proyek dengan nilai *net present value* yang positif.

Menurut Jensen (1986), dana hasil *right issue* jika diinvestasikan pada kesempatan investasi yang positif akan direspon positif pula oleh pasar. Tetapi jika kepentingan manajer tidak sejalan dengan kepentingan prinsipal (*agency problem*) maka manajer akan cenderung menahan *cash flow* perusahaan dan menggunakannya untuk investasi yang bernilai negatif. Problem ini akan semakin besar pada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi positif yang lebih kecil. Fenomena ini disebut juga sebagai hipotesis *free cash flow*. Hal ini kemudian dibuktikan oleh Denis (1994) yang meneliti hubungan antara kesempatan investasi dengan reaksi pasar terhadap pengumuman *seasoned equity offering*. Hasilnya menunjukkan bahwa kesempatan investasi, bahkan yang menguntungkan sekalipun hanya memiliki peran kecil saja dalam menjelaskan reaksi pasar.

Di Indonesia penelitian Budiarto dan Baridwan (1999) mencoba menguji pengaruh pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sejumlah 50 sampel perusahaan yang melakukan *right issue* pada tahun 1994 sampai 1996 diteliti tingkat abnormal returnnya untuk melihat tingkat keuntungan serta *trading volume activity* untuk melihat tingkat likuiditas. Hasilnya menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan pada return saham, abnormal return dan kegiatan volume perdagangan disekitar tanggal pengumuman. Penulis menyimpulkan hasil yang anomali dan tidak mendukung teori yang ada mungkin disebabkan oleh beberapa hal. Faktor mikro di pasar modal Indonesia yang memiliki struktur berbeda dengan pasar modal lain kemungkinan menjadi penyebabnya. Penyebab lain adalah faktor makroekonomi yang berpengaruh terhadap hasil penelitian.

Keseluruhan penelitian diatas kebanyakan memakai metode *event study* untuk melihat kinerja saham perusahaan yang melakukan *right issue*. Penelitian lain mencoba

melihat kinerja operasi perusahaan yang melakukan *right issue* melalui rasio keuangan seperti yang dilakukan oleh Loughran dan Ritter (1997). Mereka menggunakan enam rasio keuangan untuk melihat kinerja keuangan lima tahun sebelum dan lima tahun sesudah melakukan *right issue*. Hasilnya menunjukkan rasio keuangan mengalami penurunan selama empat tahun sesudah penawaran ekuitas, terutama untuk rasio profit margin dan ROA yang turun menjadi setengahnya. Hal ini berarti terdapat harapan yang terlalu optimistik bagi perusahaan dan investor mengenai prospek perusahaan. Penjelasan lain adalah terdapat upaya dari manajemen untuk melakukan *earning management* sebelum melakukan *right issue* agar kinerja perusahaan pada saat *right issue* kelihatan bagus.

Penelitian yang dilakukan oleh McLaughlin et al (1996) juga menguji kinerja operasi perusahaan yang telah melakukan *seasoned equity offering*. Dalam penelitiannya mereka menggunakan berbagai ukuran rasio *cash flow* untuk melihat apakah kinerja jangka panjang setelah SEO mengalami penurunan, sesuai dengan hipotesis *free cash flow* dari Jensen (1986). Hasilnya kinerja *cash flow* perusahaan selama tiga tahun sesudah penawaran saham mengalami penurunan sekitar 20%. Selain itu faktor-faktor seperti kesempatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan penawaran saham.

Rasio keuangan sendiri telah lama digunakan sebagai alat untuk menguji manfaat laporan keuangan untuk berbagai peristiwa, seperti prediksi kebangkrutan (Altman, 1968; Ohlson, 1980; Thomson, 1991), serta memprediksi keuntungan saham (Ou dan Penmann, 1989; Machfoedz, 1994; Zainuddin dan Hartono, 1999).

Penelitian Machfoedz (1999) membahas manfaat rasio keuangan untuk menilai kinerja dan efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah krisis moneter. Tingkat efisiensi perusahaan diprosikan melalui tiga kelompok rasio yaitu likuiditas, leverage dan

profitabilitas. Hasilnya menunjukkan bahwa seluruh rasio keuangan berbeda secara signifikan setelah krisis dibandingkan dengan masa sebelum krisis, kecuali untuk dua rasio yaitu *debt to equity ratio* dan *current asset ratio*. Secara khusus, rasio yang berbeda tersebut menunjukkan penurunan pada masa sesudah krisis, yang berarti efisiensi perusahaan terpengaruh oleh krisis moneter.

Berangkat dari berbagai penelitian diatas maka penelitian ini mencoba meneliti manfaat rasio keuangan untuk melihat kinerja keuangan dan operasi perusahaan pada masa sebelum dan sesudah melakukan *right issue*. Pengertian *right issue* sendiri adalah penawaran kepada pemegang saham sekarang perusahaan untuk membeli saham pro rata, yaitu secara proporsional dari proporsi kepemilikan saham mereka pada harga tertentu dengan masa berlaku tertentu (Ross et al, 1998). Dalam model penawaran *right* yang dijamin (*standby*) terdapat pihak *underwriter* yang menjamin untuk membeli saham yang tidak terjual pada saat tanggal jatuh tempo. Sedangkan penawaran *right* yang tidak dijamin tidak memiliki *standby commitment*. Kegiatan tersebut antara lain bertujuan untuk memperoleh dana untuk digunakan sebagai investasi perusahaan dimasa mendatang.

Berdasarkan penelitian tentang kinerja diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini antara lain:

- H<sub>1</sub>: Terdapat perbedaan signifikan pada kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah melakukan *right issue*.
- H<sub>2</sub>: Terdapat perbedaan signifikan pada kinerja keuangan dan operasi antara perusahaan yang melakukan *right issue* dan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*.
- H<sub>3</sub>: Terdapat perbedaan signifikan pada kinerja saham antara perusahaan yang melakukan *right issue* dan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*.

### III. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris perbandingan kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah melakukan *right issue*. Proksi yang digunakan untuk menilai kinerja keuangan dan operasi adalah rasio-rasio keuangan perusahaan dan kinerja return saham. Rasio-rasio tersebut terbagi atas rasio likuiditas, rasio leverage, rasio operasi dan *turn over* serta rasio profitabilitas. Sedangkan kinerja return saham dalam jangka panjang dihitung sebagai rata-rata return bulanan dalam satu tahun selama lima tahun pengamatan.

Penelitian yang dilakukan ini diharapkan dapat memberikan manfaat:

1. Bagi akademisi, hasil penelitian ini dapat menambah khasanah literatur dalam keuangan dan pasar modal di Indonesia
2. Bagi masyarakat khususnya para investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat mengungkap sejauh mana gambaran mengenai kinerja keuangan perusahaan yang melakukan *right issue* sebagai masukan dalam pembuatan keputusan investasi mereka.
3. Bagi badan pembuat kebijakan seperti BAPEPAM, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan untuk mengeluarkan kebijakan yang lebih selektif bagi para emiten yang akan melakukan *right issue* demi meningkatkan perlindungan kepada investor.

### IV. METODE PENELITIAN

#### A. Data dan Sampel

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta yang melakukan *right issue* dengan pengambilan sampel secara *purposive sampling*. Kriteria yang diterapkan terhadap pengambilan sampel adalah: (1) Perusahaan

melakukan *right issue* antara tahun 1992 sampai dengan tahun 1995 serta 1999 sampai dengan tahun 2000, (2) Perusahaan yang melakukan *right issue* minimal telah melakukan penawaran perdana (*initial public offering*) dalam jangka waktu dua tahun sebelumnya, (3) Perusahaan yang melakukan *right issue* lebih dari satu kali harus memiliki jangka waktu antar *right issue* minimal selama tiga tahun. Hal ini untuk melihat pengaruh dari satu kegiatan *right issue* dalam jangka waktu dua tahun, (4) Data penerbitan laporan keuangan tersedia selama lima tahun berturut-turut mulai dua tahun sebelum sampai dua tahun sesudah peristiwa *right issue*, sehingga total data laporan keuangan yang tersedia antara tahun 1990 sampai tahun 2002.

Kriteria tambahan adalah pengecualian perusahaan perbankan dan lembaga pembiayaan dari sampel, karena perusahaan-perusahaan tersebut memiliki rasio leverage yang tinggi dan terdapat pengaturan yang ketat mengenai masalah permodalan. Pengambilan data dilakukan melalui sumber sekunder (*archival data*) yang diperoleh dari Bapepam, Bursa Efek Jakarta, *Fact Books*, *Indonesian Capital Market Directory*.

Untuk sampel pembanding (*non issuers*) dipilih perusahaan yang *matched* dengan sampel berdasarkan beberapa kriteria yang telah ditentukan. Kriteria tersebut adalah perusahaan tersebut tidak melakukan kegiatan *right issue* selama jangka waktu 1992-1995 dan 1999-2000. Kriteria lain adalah perusahaan memiliki karakteristik industri yang sejenis dengan perusahaan sampel. Jika tidak tersedia perusahaan dalam satu industri maka diambil sampel dalam industri yang berdekatan. Berdasarkan kriteria tersebut terpilih sebanyak 56 perusahaan pembanding. Distribusi sampel berdasarkan tahun dapat dilihat pada tabel 1.

**Tabel 1**  
**Penggambaran sampel berdasarkan tahun peristiwa**

Tahun	Sampel Issuer	Sampel Pembanding
1992	1	1
1993	10	9
1994	15	22
1995	6	10
1999	6	8
2000	4	6
Total	40	56

### B. Metoda Analisis Data

Seluruh data yang dikumpulkan akan diuji melalui pengujian hipotesis. Pada tahap pertama dilakukan uji normalitas data untuk melihat apakah data normal atau tidak. Jika distribusi data tidak normal, maka dilakukan proses penormalan melalui logaritma natural. Hipotesis pertama akan diuji melalui uji t berpasangan (*paired t-test*) untuk melihat signifikansi perbedaan mean rasio perusahaan sebelum dan sesudah *right issue*. Analisis statistik dilakukan pada tingkat keyakinan 95%.

Hipotesis kedua dan ketiga dilakukan melalui uji t sampel independen (*independent sample t test*). Pengujian ini untuk melihat lebih jauh apakah hasil hipotesis pertama tentang kinerja sebelum dan sesudah *right issue* dipengaruhi kondisi pasar pada saat itu.

### C. Penjelasan Variabel.

Sejumlah sembilan rasio keuangan digunakan untuk menggambarkan kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah melakukan *right issue*. Penjelasan masing masing variabel rasio meliputi:

## 2). Rasio likuiditas

Rasio ini bertujuan untuk menilai tingkat likuiditas perusahaan, yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Jenis rasio yang digunakan adalah Current ratio (CR), yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar.

## 2). Rasio Leverage

Struktur modal yang berubah dengan dilakukannya *right issue* akan diteliti melalui perubahan rasio solvabilitas, yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban kepada pihak ketiga. Rasio yang digunakan adalah leverage ratio (LEVERAGE) yang merupakan perbandingan total hutang terhadap total aset.

## 3). Rasio Operasi

Kinerja operasi perusahaan akan diukur melalui rasio Operating profit margin (OPM) dan net profit margin (NPM). Sedangkan sejauh mana efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan pendapatan perusahaan dijelaskan melalui rasio asset turnover (ATO)

## 4). Rasio Profitabilitas.

Terdapat dua rasio untuk menggambarkan tingkat profitabilitas perusahaan. Rasio pertama adalah Return on Investment Ratio (ROI), yaitu rasio laba setelah pajak terhadap total aset perusahaan. Sedangkan rasio kedua adalah Return on Equity Ratio (ROE) yang merupakan perbandingan antara laba setelah pajak dengan ekuitas perusahaan.

## 5). Rasio Pasar

Terdapat dua rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja laba dibandingkan dengan kinerja *value of the firm*. Rasio pertama adalah *price earning ratio* (PER) yang mengukur perbandingan antara harga saham dengan laba bersihnya. Semakin besar rasio ini berarti semakin besar jumlah rupiah yang dibayarkan oleh pemegang saham

laba yang dilaporkan. Menurut Brigham, Gapensky dan Daves (1998), perusahaan dengan PER yang lebih tinggi akan memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi, dan sebaliknya nilai PER yang lebih rendah menunjukkan risiko perusahaan yang lebih tinggi. Rasio kedua adalah *price to book ratio* (PBV), yaitu perbandingan antara harga pasar saham dengan nilai buku ekuitasnya. Ukuran PBV menunjukkan tingkat kemahalan saham. Perusahaan yang memiliki tingkat PBV yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut memiliki *rate of return* yang tinggi, sehingga investor mau membeli lebih mahal.

### 6). Kinerja Return Saham

Return yang digunakan adalah return bulanan yang dihitung dengan menggunakan rumus:

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

Dimana:

$R_{it}$  : return perusahaan i pada bulan t

$P_t$  : harga saham penutupan perusahaan pada bulan t

$P_{t-1}$  : harga saham penutupan perusahaan pada bulan sebelumnya (t-1)

Sedangkan return pasar yang digunakan adalah return pasar bulanan yang dihitung sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

$R_{mt}$  : return pasar pada bulan ke t

$IESG_t$  : indeks harga saham gabungan penutupan pada bulan ke t

$IESG_{t-1}$  : indeks harga saham gabungan penutupan pada bulan sebelumnya (t-1)

Kinerja return saham selama satu tahun dihitung melalui rumus:

$$R_{iy} = \frac{1}{12} \sum_{i=1}^{12} R_{it}$$

Dimana:

$R_{iy}$  : rata-rata return dalam setahun

$R_{it}$  : return bulanan perusahaan i pada bulan t

Perhitungan kinerja return pasar selama setahun mengikuti rumus yang sama dengan rumus diatas.

## V. HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebelum data diolah terlebih dahulu dilakukan pengujian normalitas data.

Pengujian dengan uji *kolmogorov smirnov* menunjukkan distribusi data dari sebagian rasio adalah tidak normal. Penormalan data dilakukan dengan transformasi memakai logaritma natural. Selain itu apabila distribusi data tidak juga normal maka ditempuh cara lain untuk menormalkan distribusi sampel yaitu melalui *winsorizing* (Foster, 1986).

Pengujian terhadap hipotesis pertama dilakukan dengan uji t berpasangan (*paired t-test*). Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 2 dibawah ini.

**Tabel 2**  
**Uji t berpasangan periode sebelum dan sesudah *right issue***

		Perbandingan Kinerja Antar Periode			
		t-2 ke t-1	t-1 ke t0	t-1 ke t+1	t-1 ke t+2
CR	Mean diff.	0.192	-0.319	-1.332	-1.195
	t statistik	1.652	-3.716	-11.021	-9.366
	<i>p-value</i>	0.108	<b>0.001</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
LEVER.	Mean diff.	-0.033	0.044	-0.004	-0.062
	t statistik	-1.821	1.509	-0.126	-1.868
	<i>p-value</i>	0.077	0.141	0.900	0.070
ATO	Mean diff.	0.017	0.087	1.480	1.499
	t statistik	0.957	3.314	19.421	17.164
	<i>p-value</i>	0.345	<b>0.002</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
OPM	Mean diff.	0.012	0.018	0.025	0.029
	t statistik	0.564	1.124	1.388	1.485
	<i>p-value</i>	0.576	0.269	0.174	0.147
NPM	Mean diff.	-2.160	0.003	0.025	0.059
	t statistik	-16.909	0.360	1.390	3.069
	<i>p-value</i>	<b>0.000</b>	0.721	0.174	<b>0.004</b>
ROI	Mean diff.	0.009	0.012	0.015	-0.122
	t statistik	1.970	3.476	3.296	-10.504
	<i>p-value</i>	0.057	<b>0.001</b>	<b>0.002</b>	<b>0.000</b>
ROE	Mean diff.	0.024	-0.167	0.031	0.050
	t statistik	1.594	-18.034	3.225	3.109
	<i>p-value</i>	0.120	<b>0.000</b>	<b>0.003</b>	<b>0.004</b>
PER	Mean diff.	-17.448	17.318	19.226	19.756
	t statistik	-8.633	8.536	9.196	8.764
	<i>p-value</i>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
PBV	Mean diff.	-0.651	2.324	2.740	2.836
	t statistik	-2.200	8.726	9.697	10.529
	<i>p-value</i>	<b>0.035</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>

Dari tabel 2 diatas terlihat bahwa pada beberapa rasio menunjukkan nilai yang secara statistis cukup signifikan antar periode. Pada kinerja likuiditas yang diwakili oleh *current ratio*, pada periode dari t-1 ke t0 dan t+1 serta t+2 secara statistis signifikan pada level 0,01. Dengan melihat angka selisih mean yang negatif mengindikasikan terjadinya peningkatan likuiditas pada waktu sesudah *right issue* (t+1 dan t+2) dibandingkan dengan sebelum dilakukan *right issue*. Hal ini sangat beralasan mengingat posisi likuiditas perusahaan menjadi lebih baik setelah terdapat pemasukan dana dari *right issue*.

Kinerja solvabilitas yang ditunjukkan oleh rasio leverage tidak menunjukkan angka yang secara statistis cukup signifikan. Satu hal yang cukup menarik adalah bahwa terjadi peningkatan nilai mean dari tahun kedua sebelum *right issue* ke tahun kesatu sebelum *right issue* dilakukan. Hal ini berarti proporsi hutang perusahaan mengalami peningkatan sehingga kemungkinan perusahaan memutuskan untuk melakukan *right issue*. Meskipun demikian hal ini perlu diteliti lebih jauh mengingat hasilnya kurang signifikan.

Kinerja operasi perusahaan dari tabel diatas diwakili oleh tiga rasio, yaitu *asset turnover*, *operating profit margin* dan *net profit margin*. Perputaran aktiva yang secara statistis signifikan pada periode sesudah *right issue* (t+1 dan t+2) dibandingkan periode satu tahun sebelum *right issue*. Nilai mean difference yang menurun menunjukkan kinerja efisiensi penggunaan aset perusahaan mengalami penurunan setelah *right issue*.

Tingkat profitabilitas yang tercermin dari rasio *return on investment* serta *return on equity* menunjukkan hasil yang secara statistis signifikan dari periode t-1 hingga t+1 dan t+2. Nilai *mean difference* yang positif berarti terjadi penurunan tingkat kembalian investasi dan tingkat kembalian ekuitas dari jangka waktu satu tahun sebelum *right issue* hingga dua tahun setelah *right issue* dilakukan. Kemungkinan penjelasannya adalah dana yang diperoleh dari *right issue* oleh perusahaan digunakan dalam investasi jangka panjang, sehingga belum bisa dilihat hasilnya dalam satu tahun sesudah *right issue*. Akibatnya tingkat return perusahaan justru mengalami penurunan.

Rasio-rasio pasar modal seperti PER dan PBV menunjukkan hasil yang secara statistis signifikan pada seluruh periode. Perbandingan kinerja dari t-2 ke t-1 memiliki mean difference yang negatif yang menunjukkan kenaikan pada kedua rasio tersebut. Hal itu berarti perusahaan ingin menunjukkan potensi pertumbuhannya kepada pemegang saham. Tetapi kondisi tersebut tidak lagi eksis, yang terbukti dengan hasil uji

dari t-1 ke t0, t+1 dan t+2 yang secara statistik signifikan dengan *mean difference* yang positif, artinya *mean value* mengalami penurunan dari t-1 yang berlanjut hingga t+2. Implikasinya adalah kebijakan *right issue* yang dilakukan perusahaan dipandang investor secara negatif yang kemungkinan perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang kurang bagus, ataupun perusahaan mengalami kesulitan dalam upaya melakukan investasi ke depan.

Pengujian hipotesis kedua dilakukan dengan uji t sampel independen. Sebanyak 40 sampel perusahaan yang tidak melakukan *right issue* diperbandingkan untuk melihat ada atau tidaknya perbedaan kinerja keuangan dan operasi perusahaan yang melakukan *right issue*. Hasilnya dapat dilihat pada tabel 3 dibawah ini.

**Tabel 3**  
**Pengujian t Statistik Perusahaan *Issuer* dan *Non issuer***

Panel a dari tabel menyajikan nilai mean dari masing-masing rasio keuangan dan operasi perusahaan *issuer*. Panel B menyajikan nilai mean perusahaan pembanding. Sedangkan panel C menyajikan nilai t statistik dari uji sampel independen antara perusahaan *issuer* dan *non issuer*. Nilai t dengan tanda \* menunjukkan signifikan pada level 0,05 dan \*\* signifikan pada 0,01.

	Current Ratio	Leverage	ATO	OPM	NPM	ROI	ROE	PER	PBV
<b>Panel A: Nilai Mean Issuers</b>									
-2	1.839	0.463	0.587	0.235	0.173	0.070	0.152	19.000	2.10
-1	1.401	0.496	0.571	0.223	0.142	0.060	0.128	21.200	2.75
0	2.130	0.452	0.483	0.205	0.141	0.049	0.096	23.900	1.81
1	1.648	0.500	0.511	0.198	0.119	0.046	0.098	13.030	1.24
2	1.511	0.558	0.498	0.194	0.079	0.026	0.074	15.700	1.12
<b>Panel B: Nilai Mean Non issuers</b>									
-2	2.320	0.381	0.787	0.180	0.190	0.090	0.147	15.700	2.50
-1	2.130	0.406	0.759	0.176	0.169	0.085	0.143	29.200	2.62
0	2.370	0.461	0.795	0.164	0.088	0.083	0.122	19.300	2.52
1	2.250	0.486	0.846	0.150	0.083	0.073	0.144	17.200	1.24
2	1.650	0.569	0.765	0.139	0.009	0.057	-0.240	22.700	1.33
<b>Panel C: Nilai t statistik</b>									
-2	-1.57	2.15**	-2.23*	2.04*	-0.24	-1.76	0.21	1.17	-0.54
-1	-2.91	2.35**	-2.13*	1.62	-0.46	-1.9	-0.7	-0.58	0.17
0	-0.54**	-0.22	-3.85**	1.73	2.36**	-2.49*	-0.81	0.67	-0.65
1	-1.47	0.34	-3.68**	1.88	1.94	-1.95	-1.42	-0.79	-0.03
2	-0.63	-0.20	-3.15**	1.81**	1.55	-1.12	1.08	-0.77	-0.88

ket:

\* signifikan pada level 0,05

\*\* signifikan pada level 0,01

Hasil perbandingan seperti terlihat pada tabel 3 diatas menunjukkan bahwa beberapa rasio seperti CR, leverage, OPM, NPM dan ROI menunjukkan perbedaan yang secara statistis signifikan hanya untuk periode tertentu. Sedangkan rasio aset turnover merupakan satu-satunya rasio yang menunjukkan perbedaan yang secara statistis signifikan untuk seluruh periode. Nilai t pada rasio ATO yang konsisten negatif memberikan penjelasan bahwa efisiensi penggunaan aset untuk menghasilkan pendapatan pada perusahaan *issuer* lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan *non issuer*.

Pada rasio CR nilai p yang signifikan berada pada periode  $t_0$ . Penjelasananya adalah pada tahun penerbitan *right issue* kemungkinan perusahaan *issuer* memang sedang mengalami kesulitan likuiditas. Kemudian untuk rasio leverage nilai p signifikan pada dua periode sebelum *right issue* dilakukan yaitu  $t-2$  dan  $t-1$ . Nilai t yang positif mengindikasikan bahwa perusahaan *issuer* memiliki tingkat leverage yang lebih besar dibanding perusahaan *non issuer*. Hal ini mungkin salah satu hal yang mendasari perusahaan untuk melakukan kebijakan *right issue*, yaitu untuk melunasi hutang perusahaan. Pada periode setelah *right* terlihat bahwa tingkat leverage perusahaan lebih kecil dibanding perusahaan *non issuer*, meskipun hasilnya tidak signifikan secara statistis.

Rasio-rasio operasi lainnya seperti operating profit margin menunjukkan hasil yang secara statistis signifikan pada periode  $t-2$  dan  $t+2$ , sedangkan net profit margin signifikan pada periode  $t_0$ . Kesemuanya menunjukkan nilai t yang positif, yang berarti perusahaan *issuer* menunjukkan kinerja operasi yang lebih tinggi dibanding perusahaan *non issuer*. Jika dilihat kembali pada tabel 2, kinerja NPM perusahaan dari  $t-1$  ke  $t+2$  mengalami penurunan dengan nilai p signifikan pada 0,04. Hal ini berarti penurunan kinerja NPM yang terjadi pada perusahaan *issuer* juga dialami oleh perusahaan

pembandingan. Jadi kemungkinan besar terdapat pengaruh eksternal seperti kondisi ekonomi yang berpengaruh pada saat itu.

Selanjutnya untuk tingkat profitabilitas terlihat bahwa rasio ROI menunjukkan nilai yang secara statistis signifikan pada periode t0. Nilai t perusahaan *issuer* yang lebih kecil dibanding perusahaan *non issuer* memberikan indikasi bahwa pada tahun penerbitan *right issue* kondisi profitabilitas perusahaan *issuer* dilihat dari tingkat kembalian investasi yang lebih rendah sehingga mungkin merupakan salah satu alasan perusahaan untuk melakukan perolehan dana melalui *right issue*.

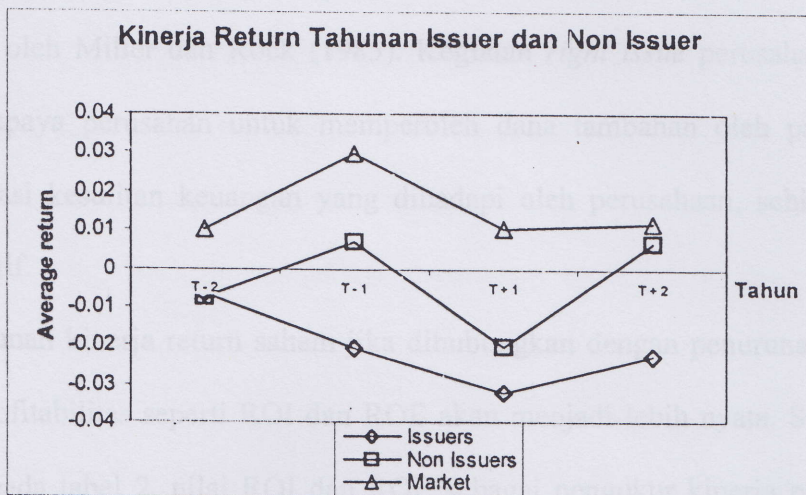
Pengujian hipotesis ketiga dilakukan melalui uji t sampel independen terhadap kinerja return antara perusahaan *issuer* dengan *non issuer* dan pasar. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 4.

**Tabel 4**  
**Perbandingan Kinerja Return Saham Perusahaan *Issuer* dan *Non issuer***

	Kinerja return saham			
	T - 2	T - 1	T + 1	T + 2
<i>Issuer</i>	-0.0066	-0.0205	-0.0323	-0.0225
<i>Non issuer</i>	-0.0076	0.0070	-0.0202	0.0066
Market return	0.0099	0.0299	0.0103	0.0119
Market Adjusted				
Mean Difference	-0.0165	-0.0504	-0.0426	-0.0344
t statistik	-2.39	-5.3	-5.79	-4.66
<i>p-value</i>	<b>0.019</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<i>Non issuer</i> Adjusted				
Mean Difference	0.0010	-0.0275	-0.0121	-0.0291
t statistik	0.12	-2.62	-1.29	-2.38
<i>p-value</i>	0.904	<b>0.011</b>	0.202	<b>0.002</b>

Grafik 1

Kinerja Return Perusahaan *Issuer* Dibandingkan Dengan *Non issuer* dan Pasar



Dari tabel 4 maupun grafik 1 diatas terlihat bahwa kinerja return perusahaan yang melakukan *right issue* secara umum mengalami *underperformed* dibandingkan dengan perusahaan pembanding maupun dibandingkan dengan pasar. Panel B dari tabel 3 menunjukkan hasil pengujian t sampel independen antara return bulanan perusahaan dengan return pasar (*market adjusted return*) selama empat tahun mulai dua tahun sebelum *right issue* hingga dua tahun setelah *right issue*. Hasilnya nilai p semuanya signifikan pada level 0,05 (t-2) dan level 0,01 (t-1, t+1, dan t+2). Sedangkan perbandingan dengan perusahaan *non issuer* menunjukkan kinerja yang *underperformed* dengan nilai p yang signifikan terjadi pada t-1 dan t+2. Jika melihat pada grafik tampak pola penurunan kinerja return perusahaan *issuer* yang mengalami kemerosotan hingga mencapai puncaknya pada satu tahun setelah melakukan *right issue* (t+1). Jika dilihat dari kinerja saham perusahaan *issuer* yang mulai merosot semenjak t-1 sementara perusahaan *non issuer* dan pasar justru mengalami peningkatan kinerja mengindikasikan bahwa kemungkinan perusahaan mengalami kinerja keuangan

yang kurang baik sehingga pasar merespon dengan kinerja saham yang menurun. Penurunan yang terjadi hingga t+1 menunjukkan bahwa kegiatan *right issue* direspon negatif oleh pasar. Hal ini sesuai dengan hipotesis *negative information effect* yang dikemukakan oleh Miller dan Rock (1985). Kegiatan *right issue* perusahaan sebagai bagian dari upaya perusahaan untuk memperoleh dana tambahan oleh pasar dilihat sebagai indikasi kesulitan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan, sehingga pasar bereaksi negatif.

Penurunan kinerja return saham jika dihubungkan dengan penurunan indikator rasio-rasio profitabilitas seperti ROI dan ROE akan menjadi lebih nyata. Seperti telah ditunjukkan pada tabel 2, nilai ROI dan ROE sebagai pengukur kinerja profitabilitas perusahaan mengalami penurunan yang secara statistis signifikan antara setahun sebelum *right issue* hingga setahun setelah *right issue*. Hal ini berarti secara umum perusahaan mengalami penurunan kinerja terutama jika dilihat dari tingkat profitabilitasnya maupun dari kinerja sahamnya setelah melakukan *right issue*.

## VI. SIMPULAN DAN SARAN

### - Simpulan

Penelitian ini mencoba meneliti kinerja keuangan dan operasi perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta. Kinerja selama dua tahun baik sebelum maupun sesudah *right issue* diamati dengan menggunakan sembilan rasio keuangan serta return saham. Hasilnya menunjukkan untuk jangka waktu satu tahun sebelum *right issue* dibandingkan satu tahun dan dua tahun sesudah *right issue* terdapat enam rasio yang secara statistis signifikan yaitu Current ratio, ATO, ROI, ROE, PER dan PBV. Penurunan nilai mean selain current ratio menunjukkan kinerja operasi, profitabilitas dan saham perusahaan mengalami penurunan pada pasca *right issue*.

Sedangkan kinerja likuiditas perusahaan justru meningkat setelah dilakukan *right issue*. Berkenaan dengan menurunnya kinerja operasi dan profitabilitas kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan untuk pendanaan investasinya dalam rangka meningkatkan kinerjanya sehingga mereka melakukan *right issue*. Tingkat profitabilitas yang menurun dalam jangka dua tahun setelah *right issue* menunjukkan bahwa dana hasil *right issue* mungkin ditanamkan dalam investasi jangka panjang sehingga hasilnya belum kelihatan. Penjelasan lainnya adalah perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi yang kemungkinan akan jatuh tempo. Kebijakan *right issue* yang dilakukan perusahaan kemungkinan digunakan untuk membayar sebagian hutang perusahaan yang telah jatuh tempo tersebut. Hal ini terlihat dari tingkat solvabilitas perusahaan sebelum *right issue* mengalami peningkatan dan lebih tinggi untuk perusahaan *issuer* dibanding *non issuer*.

Perbandingan dengan perusahaan *non issuer* menunjukkan hasil yang secara statistis signifikan untuk rasio efisiensi yaitu asset turn over untuk seluruh periode, yaitu kinerja perusahaan *issuer* lebih rendah dibanding kinerja *non issuer*. Sedangkan rasio lainnya menunjukkan hasil yang signifikan pada berbagai periode yang hampir semuanya menunjukkan kinerja *issuer* yang *underperformed* dibanding *non issuer*, kecuali untuk rasio NPM yang perusahaan *issuer* lebih *outperform* dibanding perusahaan pembanding meskipun sama-sama mengalami penurunan.

Analisis terhadap kinerja return saham secara konsisten menunjukkan kinerja saham perusahaan *issuer* yang *underperformed* dibandingkan dengan perusahaan *non issuer* maupun dibandingkan pasar.

#### **- Keterbatasan dan Saran Penelitian Selanjutnya**

Penelitian ini tidak dapat terlepas dari berbagai keterbatasan. Pertama, pemilihan sampel pembanding hanya mempertimbangkan karakteristik industri yang

sejenis, belum mempertimbangkan *size effect*. Penelitian mendatang hendaknya tidak hanya mempertimbangkan kesamaan industri, tetapi juga ukuran perusahaan yang sebanding sehingga sampel pembanding benar-benar *matching* dengan sampel *issuer*. Keterbatasan yang kedua adalah pemilihan sampel *issuer* dan *non issuer* yang belum membersihkan *confounding effect* seperti pembagian dividen bonus atau peristiwa lain yang terjadi pada tahun tersebut. Kemudian pada sampel perusahaan yang melakukan *right issue* pada tahun 1995 yang merupakan 20% dari keseluruhan sampel jika dianalisis kinerja dua tahun setelah *right issue* tentunya akan terpengaruh oleh krisis moneter yang pada saat itu mulai terjadi. Penelitian mendatang hendaknya mengakomodasi hal ini dengan memperluas jumlah sampel sampai kepada masa setelah terjadinya krisis moneter. Tidak hanya itu saja, perluasan periode pengamatan sampai lima tahun sebelum maupun sesudah *right issue* akan menjadikan hasil penelitian lebih *robust*. Peningkatan kualitas penelitian juga dapat dilakukan melalui metodologi yang lebih diperdalam alat statistik yang digunakan serta analisisnya.

- Beatty, Paul dan Krishna G. Palepu. 1991. Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offer. *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, spring.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free-Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76.
- Kang, J., Stalz, R. 1996. How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues. *Review of Financial Studies* 9, 109-139.
- Komiczyk, R.A., Lucas, D.J., McDonald, R.L. 1992. Equity Issues with Time-varying Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 397-418.
- Ledezter, C., Zimmermann, H. 1988. Stock Offerings in a Different Institutional Setting: The Swiss Case, 1973-1983. *Journal of Banking Finance* 12, 353-378.
- Loughran, Tim dan Jay R. Ritter. 1997. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, vol. 52, no. 5, December 1997.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earning Changes in Indonesia. *Kelote*, no. 2.

## DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E.I. 1968. Financial Ratios, discriminant analysis and prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, September.
- Brigham, Eugene., L.C. Gapensky, dan P.R. Daves. 1999. *Intermediate Financial Management*. Sixth edition. The Dryden Press Hartcourt Brace College Publishers.
- 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 1999
- Denis, David J. 1994. Investment opportunities and the market reaction to equity offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 29 no.2.
- Dhatt, M.S., Kim, Y.H., Mukherji, S., 1996. Seasoned equity issues: The Korean experience. *Pacific Basin Finance Journal* 4, 31-44.
- Eckbo, B.E., Masulis, R.W., 1992. Adverse Selection and The Rights Offer Paradox. *Journal of Financial Economics* 32, 293-332.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. Second edition, Prentice Hall International.
- Hansen, R.S., 1989. The Demise of The Rights Issue. *Review of Financial Studies* 1, 289-309.
- Healey, Paul dan Khrisna G. Palepu. 1990. Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offer. *Journal of Accounting Research*. Vol. 28, spring.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76.
- Kang, J., Stulz, R. 1996. How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues. *Review of Financial Studies* 9, 109-139.
- Korajczyk, R.A., Lucas, D.J., McDonald, R.L. 1992. Equity Issues with Time-varying Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 397-418.
- Loderer, C., Zimmermann, H. 1988. Stock Offerings in a Different Institutional Setting: The Swiss Case, 1973-1983. *Journal of Banking Finance* 12, 353-378.
- Loughran, Tim dan Jay R. Ritter. 1997. The Operating performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of finance*, vol LII, no. 5, Desember 1997.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earning Changes in Indonesia. *Kelola*, no.7.

- \_\_\_\_\_. 1999. Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, vol. 14.
- Marsden, Alastair. 2000. Shareholder Wealth Effects of Rights Issues: Evidence from The New Zealand Capital Market. *Pacific Basin Finance Journal*, vol. 8.
- McLaughlin, Assem S. dan Gopala K.V. 1996. The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post Issue Performance. *Financial Management*, Vol. 25, No.4, p.41-53
- Miller, M., dan K. Rock. 1985. Dividend Policy Under Assymmetric Information. *Journal of Finance*, p. 1031-1051
- Myers, S.C., Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- O'Conner, MelvinC. 1973. On the Usefulness of Financial Ratios to Investors in Common Stock. *The Accounting Review*, April.
- Ohlson, James A. 1980. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*. Vol 18, Spring.
- Ou, Jane dan S.H. Penmann. 1989. Financial Analysis and the Prediction of Stock Return. *Journal of Accounting and Economics*, 11.
- Ross, Stephen A., R.W. Westerfield, dan J. Jaffe. 1998. *Corporate Finance*. Fourth edition. Irwin Mc-GrawHill.
- Thomson, James B.1991. Predicting Bank Failure in the 1980s. *Economic Review* (First Quarter).
- Tsangarakis, N., 1996. Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece. *Financial Management* 25, 21-32.
- White, R.W., dan Lusztig, P.A. 1980. The Price Effects of Rights Offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15, 23-40.
- Zainuddin, dan Jogiyanto Hartono. 1999. Manfaat Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Pertumbuhan Laba: Suatu Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol.2, no.1.