

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI REAKSI INVESTOR DI SEKITAR PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE* STUDI EMPIRIS DI BURSA EFEK JAKARTA

Djoko Widagdo¹⁾

¹⁾Manajemen Transportasi Udara, STTKD Yogyakarta
djokowgd3@gmail.com

Abstract

This study is examined whether a right issues announcement in Indonesian money market giving an influence to stock price that calculated from abnormal return around announcement stock day. In addition to that, this study test on whether company size, offer price and price to book value influence investor reaction to the right issue announcement.

The samples of this study are companies who done right issues in Jakarta Stock Exchange during 1992 to 1996, where event date is a reference. Event study used in this research. Using one sample t test, the result shows that stock price arise before right issue announcement and fall down after it, then start arise over again. Market or investor on the whole are react positively to right issue announcement.

The regression outcome shows negative correlation between abnormal return and company size; means small company will have higher return compare to bigger one. There is also positive correlation between abnormal return and offer price of new stock. So that offer price gives positive signaling effect to abnormal return stock at the right issue announcement. Lower offer price will cause bigger decreasing price and vice versa. This study also indicates positive correlation between abnormal return and size of growth. It means companies with low book to market (High PBV) are more profitable than companies with high book to market (Low PBV).

Key Words: *right issue, abnormal return, size, offer price, price to book value*

Pendahuluan

Aktivitas-aktivitas yang dijalankan perusahaan menuntut adanya dana yang mencukupi untuk menunjang kelangsungan dan keberhasilan aktivitas tersebut. Berdasarkan teori *packing order*, perusahaan akan memanfaatkan dana yang dimilikinya terlebih dahulu yaitu berupa laba ditahan (*retained earning*). Apabila sumber internal perusahaan tidak dapat memenuhi kebutuhan perusahaan terutama untuk membiayai aktivitas-aktivitas yang membutuhkan dana yang besar, perusahaan akan mengusahakan sumber dana dari luar perusahaan, antara lain penerbitan hutang baru (pinjaman bank) dan penerbitan ekuitas baru. Namun seiring dengan kemajuan perekonomian suatu negara, maka dibutuhkan sumber pendanaan jangka panjang. Salah satu alternatif bagi perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan jangka panjang yaitu dengan menerbitkan saham melalui pasar modal. Perusahaan yang baru pertama kali menerbitkan sahamnya ke publik melalui pasar modal dikenal dengan istilah *Initial Public Offering* (IPO). Sejak pertama berdiri, saham perusahaan hanya dimiliki oleh pemilik atau pendiri. Dengan menerbitkan saham ke publik, perusahaan memberi kesempatan bagi investor untuk memiliki sebagian aset perusahaan. Dengan penawaran terbuka ini perusahaan akan mendapatkan dana segar untuk membiayai aktivitas-aktivitas potensial yang akan dijalankan perusahaan. Sedangkan investor mendapatkan kesempatan

untuk menginvestasikan dananya untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar. Dengan berjalannya waktu ternyata dana yang diperoleh perusahaan dari IPO tidak mencukupi maka perusahaan dapat melakukan penawaran saham kembali kepada para investor, baik melalui penawaran umum maupun penawaran umum terbatas.

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 dikenal dengan *right issue*. Pada pasar modal yang lebih maju (*developed capital market*) seperti di pasar modal USA, *right issue* ini jarang sekali digunakan. Hanya sekitar 7% dari pengeluaran saham baru dilakukan dengan *right issue*, misalnya pasar modal UK dan Swiss. Namun di pasar modal yang sedang berkembang (*emerging capital market*), *right issue* lebih sering digunakan atau bahkan suatu keharusan bagi perusahaan yang akan melakukan penawaran saham, diantaranya adalah pasar modal Yunani, Korea dan pasar modal Indonesia. Dimana peraturan pasar modal di Indonesia sampai dengan Agustus 1998 mengharuskan perusahaan yang akan melakukan penawaran saham baru harus melalui mekanisme *right issue*. Dalam *right issue*, pemegang saham lama akan mempunyai hak untuk memesan atau membeli saham baru yang ditawarkan tersebut sesuai dengan kepemilikan saham masing-masing investor. Keputusan untuk melakukan penawaran terbatas ini biasanya diambil dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), setiap pemegang saham akan mendapat kupon (*right*) untuk setiap saham yang dimilikinya yang selanjutnya dapat digunakan untuk membeli saham yang ditawarkan.

Penelitian mengenai penawaran saham dengan menggunakan mekanisme *right issue* menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Penelitian yang dilakukan oleh Eckbo dan Masulis [1] serta Kothare [2], mendapatkan pengaruh *right issue* yang negative dan signifikan terhadap harga saham. Hal ini disebabkan karena jumlah saham yang ada bertambah banyak, dan harga pelaksanaan *right issue* selalu lebih rendah daripada harga pasar pada saat saham *right issue* itu ditawarkan. Demikian pula penelitian yang dilakukan oleh Loderer dan Zimmermann [3] juga tidak dapat menunjukkan pengaruh *right issue* yang signifikan terhadap harga saham. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Kang [4] dan Tsangarkis [5] dapat menunjukkan pengaruh positif yang signifikan jika menggunakan pengujian nonparametrik. Pada umumnya harga saham perusahaan yang *right issue* akan mengalami fluktuasi pada saat pengumuman *right issue* dipublikasikan, yang biasanya dalam bentuk prospektus ringkas atau awal.

Heinkel dan Schwartz [6], menyarankan bahwa harga penawaran merupakan informasi yang sangat bernilai. Mereka memprediksikan bahwa harga penawaran yang lebih rendah akan menyebabkan penurunan harga yang lebih besar. Sesuai dengan pendapatnya Loderer dan Zimmermann [3], membuktikan bahwa harga penawaran memberikan *signaling effects* yang positif terhadap *abnormal return* saham pada saat pengumuman. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rosenberg dkk. [7], menemukan bahwa saham-saham memiliki rasio harga/nilai buku (*price book value*) yang rendah akan menghasilkan *return* yang secara signifikan lebih tinggi dibanding saham-saham yang memiliki rasio harga/nilai buku yang tinggi. Jadi, jika investor mengharapkan tingkat *return* yang lebih besar pada tingkat resiko tertentu Rosenberg dkk. [7], menyarankan untuk membeli saham-saham yang mempunyai rasio harga/nilai buku yang rendah. Sedangkan menurut penelitian Fama dan French [8] memiliki pendapat yang berbeda dimana perusahaan dengan *book to market* yang rendah (PBV yang tinggi) diikuti oleh profitabilitas yang tinggi dan sebaliknya perusahaan dengan *book to market* yang tinggi (PBV yang rendah) diikuti dengan profitabilitas yang rendah.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah pengumuman *right issue* di pasar modal Indonesia memberikan pengaruh atau tidak pada harga saham yang dihitung dengan menggunakan *abnormal*

return di sekitar hari pengumuman. Jika diperoleh *abnormal return* yang positif, maka pemegang saham akan mendapatkan tambahan kemakmuran. Sebaliknya, jika *abnormal return* yang diperoleh negatif maka pemegang saham tidak akan mendapatkan tambahan kemakmuran. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan *event study*, di mana *event study* ini mempelajari reaksi pasar terhadap suatu *event* yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman [9]. *Event study* juga dapat digunakan untuk menguji *information content* dari suatu pengumuman, pengujian ini dilakukan dengan maksud untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika suatu pengumuman mengandung informasi maka akan memberikan *abnormal return* yang positif kepada pasar. Sebaliknya jika tidak mengandung informasi maka akan memberikan *abnormal return* yang negatif. Selain itu penelitian ini juga akan menguji faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi investor terhadap pengumuman *right issue*. Adapun faktor-faktor yang akan diteliti adalah ukuran perusahaan (*size*), harga penawaran (*offer price*) dan *price to book value* (PBV).

Tinjauan Pustaka Dan Pengembangan Hipotesis

Right Issue (Penawaran Terbatas)

Penjualan saham perusahaan yang *go public* tidak dibatasi hanya sekali, tetapi bisa berkali-kali. Penawaran saham kembali bisa dilakukan jika perusahaan memerlukan penambahan modal, baik untuk ekspansi usaha maupun untuk memperkuat struktur keuangan. Dengan adanya penawaran saham kembali berarti perusahaan menjual lebih banyak saham ke pasar [10]. Menurut Brigham dan Gapenski [11] Perusahaan *go public* yang ingin melakukan penawaran kembali ke pasar saham, melalui salah satu dari beberapa cara berikut ini: (1) menawarkan kepada pemegang saham lama melalui *right offering*, (2) melalui bank investasi yang ditujukan kepada publik secara umum dalam *public offering*, (3) menjual langsung kepada satu pembeli (atau pembeli yang sangat terbatas) dalam suatu *private placement*, (4) menjual kepada pekerja sendiri melalui *employee stock purchase plan*, (5) melalui *devidend reinvestment plan* yaitu penambahan saham melalui deviden yang tidak dibagi.

Right offering adalah salah satu jenis produk derivatif, karena keberadaannya merupakan turunan dari sekuritas lain (saham). Dalam metoda *right offering* pemegang saham lama mempunyai suatu hak yang disebut dengan *preemptive right* untuk membeli sejumlah saham baru yang dijual oleh perusahaan. Tujuan dari *preemptive right* ada dua, yaitu untuk menjaga control kekuasaan dari pemegang saham saat ini dan untuk melindungi pemegang saham dari dilusi nilai. Pemegang saham akan diberi opsi untuk membeli sejumlah tertentu saham, dan opsi tersebut tertulis di dalam suatu sertifikat yang disebut *stock purchase right* atau secara singkat disebut *right*. Setiap pemegang saham akan memperoleh satu bukti *right* untuk setiap saham yang dimilikinya [11]. Karena *right* diberikan secara terbatas kepada pemegang saham lama, maka *right issue* juga sering disebut dengan penawaran terbatas (*limited offering*).

Pada pasar modal Indonesia, perdagangan *right* pertama kali baru dilakukan tahun 1992, yang diprakarsai oleh PT Dharmala Intiland. Sebelum itu tidak ada pilihan lain bagi para pemegang saham lama perusahaan yang akan melakukan *right issue*. Bila pemegang saham lama tidak segera menukarkan *right*-nya menjadi saham dalam waktu yang telah ditentukan, maka haknya atas emisi

itu menjadi hilang [12]. Di pasar modal Indonesia, *right issue* merupakan keharusan bagi perusahaan yang ingin menambah modalnya melalui penawaran saham baru sebelum dikeluarkannya peraturan yang memperbolehkan pengeluaran saham baru tanpa *right issue* tahun 1998, akan tetapi tidak semua perusahaan boleh melakukannya. Kecuali perusahaan yang memenuhi ketentuan sebagai berikut:

- 1) Jika dalam waktu 3 tahun penambahan modal tersebut sebanyak-banyaknya 5% dari modal awal.
- 2) Jika tujuan utama penambahan modal adalah untuk memperbaiki posisi keuangan perusahaan yang mengalami kondisi berikut:
 - a. Bank yang menerima pinjaman dari Bank Indonesia atau lembaga pemerintah lainnya yang jumlahnya lebih dari 200% dari modal disetor atau kondisi lain yang dapat mengakibatkan restrukturisasi bank oleh instansi pemerintah yang berwenang.
 - b. Perusahaan selain bank yang mempunyai modal kerja bersih negatif dan mempunyai kewajiban melebihi 80% dari aset perusahaan tersebut pada saat RUPS yang menyetujui penambahan modal.
 - c. Perusahaan yang gagal atau tidak mampu untuk menghindari kegagalan atas kewajibannya terhadap pemberi pinjaman yang tidak terafiliasi menyetujui untuk menerima saham atau obligasi konversi perusahaan untuk menyelesaikan pinjaman tersebut.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji kandungan informasi. Pengujian kandungan informasi yang dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman disebut dengan *event study* (study peristiwa). Jika pengumuman mengandung informasi, maka pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Adapun reaksi yang diharapkan yaitu adanya perubahan harga sekuritas. Perubahan itu sangat dipengaruhi oleh persepsi investor terhadap perusahaan yang menerbitkan sekuritas tersebut, kondisi pasar dan isu yang berkembang di pasar modal tersebut. Harga sekuritas (saham) akan naik jika investor baik perorangan maupun institusi percaya perusahaan akan untung dan mereka memutuskan membeli saham tersebut. Sebaliknya bila menurut pandangan investor perusahaan kurang menguntungkan atau bahkan merugikan maka investor tidak akan melakukan investasi pada saham perusahaan tersebut atau bahkan menjual saham yang sudah memilikinya. Berbagai penelitian tentang pengumuman penawaran saham melalui *right issue* mendapatkan hasil yang berbeda-beda yaitu:

1. Hasil penelitian yang menunjukkan penurunan harga saham sehubungan adanya *right issue*. Ball dkk. [13] yang meneliti 193 *right issue* di Australia antara tahun 1960-1969 menemukan penurunan *abnormal return* 10% pada tahun sebelum *right issue* dan penurunan sekitar 0,9% pada bulan sesudah pengumuman.
2. Hasil penelitian yang menunjukkan peningkatan harga saham sehubungan dengan pengumuman *right issue*. Kang [4] yang meneliti *right issue* di Korea menemukan hasil adanya peningkatan harga saham yang signifikan pada periode di sekitar pengumuman *right issue*.
3. Hasil penelitian yang menunjukkan tidak ada perubahan perilaku harga saham sehubungan dengan pengumuman *right issue*. Loderer dan Zimmermann [3] meneliti *right issue* di Swiss dengan menggunakan 122 sampel *primary right offering* tahun 1973-1983 dan dengan modal *market-adjusted return* untuk data *return* saham bulanan, menemukan rata-rata *abnormal return* positif 4,1% dari bulan -10 sampai 0, rata-rata *abnormal return* positif 3% dari bulan -1 sampai 0, rata-rata *abnormal return* positif 2% pada bulan 0, rata-rata *abnormal return* negatif -4,2% dari bulan +1 sampai +10, tetapi rata-rata *abnormal return* tersebut tidak signifikan.

Dari berbagai penelitian di atas diketahui bahwa pengaruh *right* terhadap harga saham dapat bermacam-macam. Secara umum *right* cenderung memberikan pengaruh negatif pada *developed capital market* atau pasar modal yang sudah maju, dan cenderung memberikan pengaruh positif

pada *emerging capital market* atau pasar modal yang sedang berkembang. Pasar modal di Indonesia termasuk salah satu *emerging capital market* di Asia. Berdasarkan beberapa hasil penelitian terdahulu dan kajian teori di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman *right issue*.

Ukuran Perusahaan

Teori Merton [14] didukung oleh Marsh [15] menunjukkan adanya pengaruh faktor ukuran perusahaan terhadap *abnormal return*, di mana perusahaan yang lebih kecil akan mendapatkan *return* yang lebih banyak dari pada perusahaan yang lebih besar. Banz [16] dan Reinganum [17], bahwa *riskadjusted return* yang diperoleh perusahaan kecil lebih tinggi daripada perusahaan berukuran besar. Hasil yang serupa juga ditemukan pada penelitiannya David Porras [18], dengan membentuk portofolio berdasarkan ukuran perusahaan (*Common Share Outstanding Times Current Price*), menemukan adanya hubungan yang negatif antara *return* dengan ukuran perusahaan, dimana perusahaan dengan ukuran kecil memiliki *return* yang lebih besar daripada perusahaan yang ukurannya besar. Dari penjelasan tersebut di atas, hipotesis yang dikembangkan sebagai berikut:

H2a : Ukuran (*size*) perusahaan memiliki pengaruh negative terhadap *abnormal return*

Harga Penawaran

Ada pandangan yang menganggap harga penawaran pada *right offering* tidak mempunyai pengaruh, karena kesalahan penentuan harga dari saham baru akan tercermin pada nilai *right-nya* [19]. Selain itu pendapat dari Heinkel dan Schwartz [6] menyatakan bahwa harga pada *uninsured right offering* mungkin membawa sinyal tentang kualitas perusahaan. Pada modelnya, kegagalan penawaran (karena *offer price* lebih besar daripada harga pasar pada saat itu) akan sangat merugikan dan perusahaan yang memperkirakan harga sahamnya akan menurun selama periode penawaran karena pasar mengetahui kualitas perusahaan yang relatif kurang baik lebih memilih untuk menghindari kegagalan penawaran dengan cara memilih harga penawaran yang rendah dibandingkan dengan harga pasar saat ini. Sebagai akibatnya, pelaku pasar mengambil informasi privat tentang kualitas perusahaan melalui penentuan harga penawaran tersebut. Heinkel dan Schwartz [6] menyarankan bahwa harga penawaran merupakan informasi yang sangat bernilai. Mereka juga memprediksikan bahwa harga penawaran yang lebih rendah akan menyebabkan penurunan harga yang lebih besar. Loderer dan Zimmermann [3] dengan analisa regresinya berhasil membuktikan bahwa harga penawaran dapat memberikan *signaling effect* yang positif terhadap *abnormal return* saham pada

saat pengumuman. Berdasarkan uraian di atas maka hipotesis yang dikembangkan sebagai berikut:

H2b : Harga penawaran (*offer price*) memiliki pengaruh positif terhadap *abnormal return*

Ukuran Pertumbuhan Perusahaan

Price to book ratio merupakan rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan. Nilai buku merupakan hasil bagi antara ekuitas pemegang saham dengan jumlah saham yang beredar. Rasio ini

menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang dimasukkan. Semakin tinggi rasio tersebut semakin tinggi keberhasilan perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang sahamnya. Sharathchandra dan Thompson [20] menemukan bahwa *book to market ratio* menangkap informasi tentang *expected future return* sebab nilai buku merupakan proksi dari *expected cash flow*. Dengan demikian, *book to market ratio* adalah rasio dari proksi *cash flow* pada *current price level*. Jika *discount rate* berubah, tingkat harga, rasio *book to market* juga berubah. Jika *expected cash flow* konstan, kenaikan dalam *discount rate* akan menciptakan penurunan dalam nilai pasar dan kenaikan dalam rasio *book to market*. Hal ini dapat menjelaskan adanya suatu hubungan positif antara rasio *book to market* dan *return* yang akan datang.

Jika aktiva dihargai secara rasional, risiko saham multidimensional. Satu dimensi dari risiko diproksikan oleh ukuran perusahaan. Dimensi lain dari risiko diproksikan rasio *book to market*, yaitu rasio nilai buku saham biasa pada harga pasarnya. Penjelasan untuk hal ini dikaitkan dengan *distress factor* dari Chan dan Chen [21]. Mereka menyatakan bahwa prospek *earning* perusahaan berkaitan dengan faktor risiko di dalam *return*. Prospek *earning* dari perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan lebih sensitif terhadap kondisi ekonomi. Hal ini berakibat pada *distress factor expected return*. Perusahaan yang kebijakan pasarnya memiliki prospek yang kecil, yang ditandai dengan rendahnya harga saham dan tingginya rasio *book to market equity*, memiliki *expected stock return* yang lebih tinggi (*costs of capital* yang lebih tinggi) daripada perusahaan dengan prospek yang lebih kuat.

Dalam kenyataan, jika harga pasar rasional, *book to market* seharusnya menjadi indikator langsung dari prospek relative perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan dengan *rasio book to market* yang lebih tinggi memiliki *earning on asset* yang lebih rendah daripada perusahaan dengan *book to market* yang lebih rendah. Fama dan French [22] melakukan penelitian dengan menggunakan data dari New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX), dan NASDAQ Stock Market menemukan bahwa dua variabel yaitu *market equity* dan rasio PBV merangkap banyak *cross section* dari *average stock return*. Menurut mereka jika saham dihargai secara rasional, perbedaan sistematis *average return* disebabkan oleh perbedaan resiko. Jadi dengan penentuan harga yang rasional, *size* dan PBV pasti mendekati sensitivitas faktor-faktor risiko dalam *return*. Mereka juga menemukan bahwa *beta*, dalam CAPM yang tradisional sebagai ukuran terhadap risiko hampir tidak menjelaskan penyebaran *cross section* dalam *return* yang diharapkan ketika faktor *size* dan PBV dimasukkan.

Fama dan French [23], menguji lagi *variabel size* dan PBV. Hasilnya konsisten dengan penelitian terdahulu yaitu dua *variable size* dan PBV dapat menjelaskan *cross section* dari *return* saham rata-rata. Mereka mengemukakan bahwa perilaku *price earning rasio* dan *return* saham menunjukkan bahwa saham-saham yang dikelompokkan pada portofolio-portofolio yang berdasarkan *size* dan PBV, pasar membuat prediksi yang tidak bias. Davis [24] menemukan bahwa hasil yang konsisten dengan penelitian Fama dan French bahwa PBV, *earning yield* dan *cash flow yield* merupakan faktor-faktor penjelas yang signifikan terhadap *cross section stock return*. Portofolio yang dibentuk berdasarkan rangking variabel-variabel tersebut menunjukkan kemampuan untuk memprediksi *return*.

Penman [25] menemukan bahwa perusahaan yang *book to market*-nya rendah (PBV-nya tinggi) tetap lebih menguntungkan dari perusahaan-perusahaan yang *book to market*-nya tinggi (PBVnya rendah) paling tidak lima tahun sesudah portofolio-portofolio dibentuk pada PBV. Khotari dkk. [26] mengemukakan bahwa penelitian Fama dan French [22] pada *book to market* mengandung bias seleksi. Lebih jauh Khotari dkk. [26] menemukan bahwa *size effect* benar-benar dapat menjelaskan

return rata-rata, akan tetapi untuk faktor PBV, mereka menemukan hasil yang kurang konsisten dengan penelitian sebelumnya. Hasil-hasil penelitian yang dilakukan oleh Dongcheol Kim [27] mendukung argument Khotari dkk. bahwa hasil-hasil penelitian Fama dan French bias seleksi. Namun setelah bias tersebut dihilangkan, Dongcheol Kim [27] menemukan signifikansi *book to market* masih kuat. Sementara itu Daniel dan Titman (1997) menemukan bahwa tidak ada faktor risiko terpisah yang dapat diamati yang terkait dengan karakteristik perusahaan yang PBV-nya rendah, atau tinggi. *Expected return* tidak nampak terkait secara positif dengan pembebanan-pembebanan pada pasar, faktor PBV dan *Size*. Dari penjelasan di atas maka hipotesis yang dikembangkan sebagai berikut:

H2c : Besarnya ukuran pertumbuhan perusahaan (*Price to book ratio*) memiliki pengaruh positif terhadap *abnormal return*

Hasil dan Pembahasan

Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi data harga saham harian dan data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Data harga saham harian digunakan untuk menghitung *return* saham perusahaan, sedangkan data Indeks Harga Saham Gabungan digunakan sebagai proksi *return* pasar. Perubahan harga saham harian digunakan untuk mengamati apakah terdapat *abnormal return* atau tidak di sekitar hari pengumuman *right issue*. Periode estimasi (*estimation period*) yang digunakan adalah 100 hari dari periode jendela (*event window*) selama 21 hari. Sedangkan data yang digunakan sebagai *event date* (hari 0) adalah tanggal pemuatan prospektus pendahuluan di surat kabar. Saham-saham yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan telah melakukan *right issue* pada tahun 1992 sampai dengan tahun 1996. Sampel dipilih berdasarkan kriteria tertentu (*purposive sampling*) sesuai dengan rencana penelitian yaitu: data mengenai *event date* yaitu tanggal pemuatan prospektus pendahuluan dapat diperoleh di surat kabar. Perusahaan yang dipilih tidak melakukan *company action* lain (*stock split*, *stock dividend* dan saham bonus) pada *event window* di sekitar hari pengumuman hal ini untuk menghindari bias pada harga saham yang disebabkan oleh *company action* tersebut. Setelah dilakukan seleksi, perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut berjumlah 101 perusahaan.

Penelitian ini menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*). Metode ini digunakan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue* di pasar modal Indonesia. Reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue* diproksi dengan *abnormal return* harian saham disekitar hari pengumuman. Dalam menghitung *abnormal return* digunakan *market-adjusted abnormal return*, di mana *abnormal return* merupakan selisih antara *actual return* saham dengan *return* pasar hari tersebut. Tabel 1. memuat secara ringkas semua hasil pengujian statistik tersebut. Dari tabel 1. dapat diketahui bahwa pada umumnya terdapat *abnormal return* positif sebelum hari pengumuman dan *abnormal return* negatif sesudah hari pengumuman. Hanya pada hari -7 dan hari -4 terjadi *abnormal return* yang negatif walaupun tidak signifikan. Penyimpangan ini mungkin terjadi karena telah berkembang rumor diantara para investor tentang rencana perusahaan yang akan melakukan *right issue*, meskipun demikian investor masih ragu dan menunggu kepastian benar-tidaknya perusahaan melakukan *right issue*. Terjadi *abnormal return* negatif pada hari -7 dan -4 tidak signifikan mungkin disebabkan karena investor masih menunggu informasi yang lebih jelas dan tidak melakukan reaksi apapun dan mengurangi transaksi saham yang terkait dengan rumor *right issue* tersebut, sehingga mengakibatkan turunnya harga. Setelah hari -7 dan -4 *abnormal return* kembali positif.

Abnormal retrun positif terbesar terjadi pada hari -3 sebesar $0,576\%$ yang signifikan pada tingkat kepercayaan 90% . Pada hari pengumuman *right issue*, *abnormal return* juga masih positif tetapi tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa investor sudah mengetahui dengan lebih pasti rencana perusahaan untuk melakukan *right issue* sebelum diumumkan secara resmi kepada masyarakat melalui penyebaran prospektus pendahuluan di surat kabar. Para investor mungkin mengetahui rencana perusahaan untuk melakukan *right issue* dari informasi manajemen perusahaan itu sendiri atau dari Bapepam. Karena pada umumnya, sebelum menerbitkan prospektus pendahuluan di surat kabar, perusahaan sudah melayangkan surat kepada Bapepam untuk mendaftarkan dan meminta persetujuan melakukan proses *right issue*. Sehingga reaksi investor untuk melakukan transaksi pembelian saham pada hari -3 sangat besar dibanding hari-hari sebelumnya dan hari pengumuman *right issue* (hari 0).

Tabel 1. *Abnormal return* harian di sekitar hari pengumuman *Right Issue*

| Hari ke- | R | AR | CAR | t(AR) | Keterangan |
|----------|--------------|----------------|--------|-------------|-------------------------------|
| -10 | 0.23247 | 0.00230 | 0.0023 | 0.8442 | Tidak signifikan |
| -9 | 0.40930 | 0.00405 | 0.0064 | 1.3655 | Tidak signifikan |
| -8 | 0.48745 | 0.00483 | 0.0112 | 1.6482 | Tidak signifikan |
| -7 | - 0.09750 | -0.00097 | 0.0102 | - 0.4742 | Tidak signifikan |
| -6 | 0.21491 | 0.00213 | 0.0123 | 0.8377 | Tidak signifikan |
| -5 | 0.15140 | 0.00150 | 0.0138 | 0.5337 | Tidak signifikan |
| -4 | - 0.31895 | -0.00316 | 0.0107 | - 1.4677 | Tidak signifikan |
| -3 | 0.58138 | 0.00576* | 0.0164 | 1.9289 | Signifikan pada $\alpha=0,10$ |
| -2 | 0.45954 | 0.00455 | 0.0210 | 1.1585 | Tidak signifikan |
| -1 | 0.77147 | 0.00764 | 0.0286 | 1.5440 | Tidak signifikan |
| 0 | 0.65226 | 0.006464 | 0.0351 | 1.3578 | Tidak signifikan |
| 1 | - 0.56748 | - 0.00562** | 0.0295 | - 2.0693 | Signifikan pada $\alpha=0,05$ |
| 2 | - 0.44184 | -0.00437* | 0.0251 | - 1.7982 | Signifikan pada $\alpha=0,10$ |
| 3 | - 0.23160 | -0.00229 | 0.0228 | - 1.1434 | Tidak signifikan |
| 4 | - 0.34919 | -0.00346 | 0.0193 | - 1.1124 | Tidak signifikan |
| 5 | - 0.00946 | -0.00009 | 0.0192 | - 0.0350 | Tidak signifikan |
| 6 | 0.28338 | 0.00281 | 0.0221 | 0.5397 | Tidak signifikan |
| 7 | 0.19880 | 0.00197 | 0.0240 | 0.2866 | Tidak signifikan |
| 8 | 0.60638 | 0.00600 | 0.0300 | 0.6247 | Tidak signifikan |
| 9 | 0.46074 | 0.00456 | 0.0346 | 1.6577 | Tidak signifikan |
| 10 | - 0.00479 | -0.00005 | 0.0345 | - 0.0203 | Tidak signifikan |

*** $t((0.01) / 2; 101-1) = t(0.005; 100) = 2.617$

** $t((0.05) / 2; 101-1) = t(0.025; 100) = 1.980$

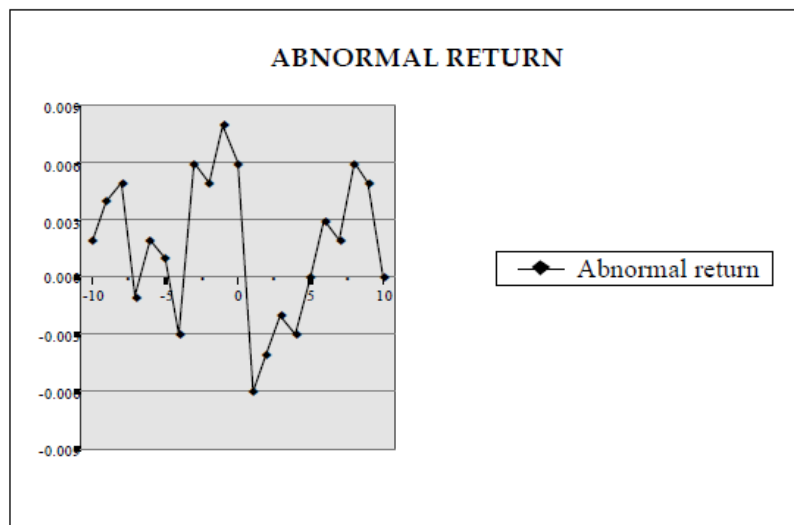
* $t((0.10) / 2; 101-1) = t(0.05; 100) = 1.658$

Abnormal return yang positif pada hari -3 , ini konsisten dengan berbagai temuan sebelumnya yang menyatakan bahwa investor di pasar modal Indonesia menganggap rencana *right issue* sebagai suatu informasi positif tentang perusahaan sehingga memberikan reaksi yang positif pula terhadap harga saham. Hal ini juga menunjukkan bahwa pemegang saham perusahaan bisa mendapatkan tambahan kemakmuran dengan adanya *right issue* tersebut. Seperti hari-hari sebelumnya, pada hari pengumuman *right issue* (hari 0) juga didapatkan *abnormal return* positif sebesar 0,646% walaupun angka tersebut tidak signifikan. Hasil yang tidak signifikan pada hari pengumuman ini menunjukkan bahwa pada hari pengumuman tersebut investor atau pasar sudah tidak memberikan reaksi yang berlebihan terhadap saham perusahaan yang melakukan *right issue*, karena informasi tentang *right issue* tersebut sudah terserap beberapa hari sebelum pengumuman terutama pada hari -3 .

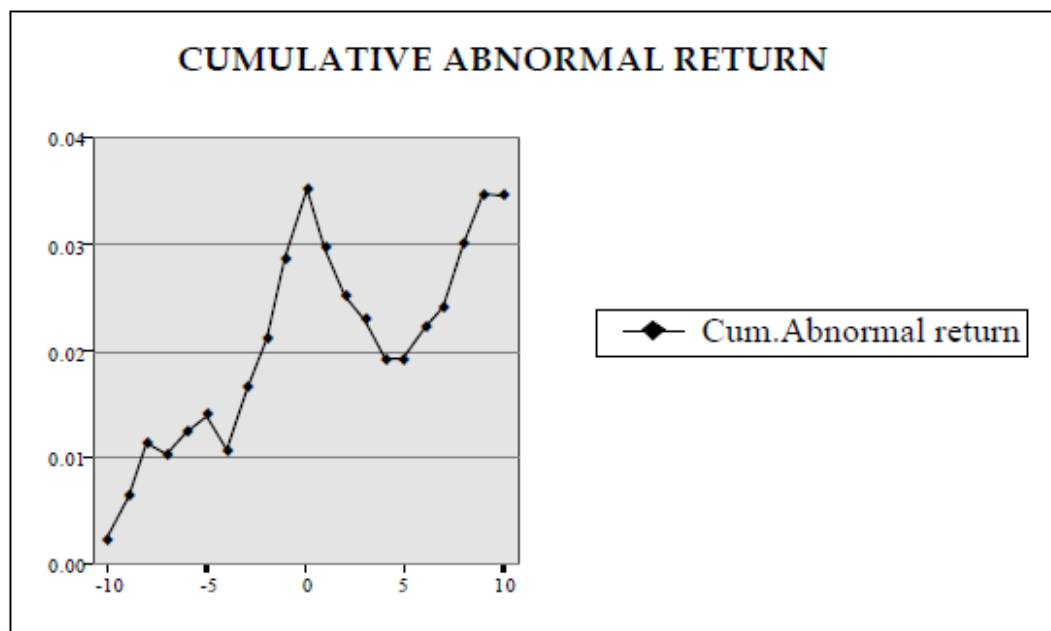
Jika pasar efisien seharusnya reaksi investor terbesar terjadi pada hari pengumuman *right issue* (hari 0), tetapi hasil penelitian ini menunjukkan reaksi pada hari 0 justru tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia masih belum efisien karena terjadi kebocoran informasi. *Abnormal return* pada hari setelah pengumuman pada umumnya menunjukkan *abnormal return* yang negatif. Pada hari $+1$ *abnormal return* negatif sebesar $-0,562\%$ signifikan pada tingkat kepercayaan 95% dan hari $+2$ *abnormal return* negatif sebesar $-0,437\%$ signifikan pada tingkat kepercayaan 90%. Hal ini terjadi karena adanya penyesuaian harga (*adjustment price*)¹. Akibatnya akan terjadi penurunan harga saham karena adanya *right issue*. Secara menyeluruh dari hasil analisis *abnormal return* di sekitar hari pengumuman dapat diketahui bahwa ternyata pengumuman *right issue* memberikan pengaruh yang positif terhadap harga saham. Sesuai dengan hasil penelitian yang didapatkan oleh Tsangarakis [5], Kang [4] dan sebagian hasil penelitiannya Loderer dan Zimmermann [3], namun berbeda dengan hasil yang didapatkan oleh beberapa peneliti, di mana mereka mendapatkan hasil *abnormal return* yang negatif seperti Marsh [15], Eckbo dan Masulis [1] dan Singh [28]. Semua penelitian tersebut menggunakan pengumuman *right issue* sebagai *event day*, namun ternyata didapatkan hasil yang berbeda.

Pengaruh positif secara umum terjadi di pasar saham yang sedang berkembang (*emerging capital market*) seperti Swiss [3], Korea [4] dan Yunani [5] sedangkan pengaruh negative terjadi pada pasar saham yang sudah maju (*developed capital market*) seperti UK [15], dan USA [2], Eckbo dan Masulis [1], Singh [28]. Hasil penelitian ini mendukung hal tersebut karena didapatkan *abnormal return* yang positif di pasar modal Indonesia yang merupakan salah satu *emerging capital market* di Asia. Perilaku *abnormal return* di sekitar hari pengumuman *right issue* dapat dilihat secara visual dari grafik yang ada pada gambar 1, sedangkan grafik *cumulative abnormal return* dapat dilihat dari grafik pada gambar 2.

Dari gambar 1. tersebut dapat diketahui bahwa pada umumnya *abnormal return* sebelum pengumuman *right issue* positif (kecuali hari -7 dan -4) dan setelah pengumuman sampai hari $+5$ negatif (kecuali hari $+6$ sampai hari $+9$) dan kembali negatif pada hari $+10$. *Abnormal return* positif terbesar terjadi pada hari -3 dan hari -1 . *Abnormal return* pada hari 0 dan hari $+8$ cukup tinggi meskipun tidak signifikan. *Abnormal retrun* negatif terbesar terjadi pada hari $+1$ dan hari $+2$ yang ternyata keduanya memang signifikan.



Gambar 1. Abnormal Return Di Sekitar Pengumuman Right Issue



Gambar 2. Cumulative Abnormal Return Di Sekitar Pengumuman Right Issue

Grafik *cumulative abnormal return* pada gambar 2 tersebut memperlihatkan bahwa pada umumnya harga saham meningkat sebelum pengumuman *right issue*, menurun setelah pengumuman dan kemudian kembali meningkat lagi. Secara keseluruhan pasar atau investor bereaksi positif terhadap pengumuman *right issue*, karena *abnormal return* kumulatif di sekitar hari pengumuman selalu

positif selama 21 hari pengamatan. *Abnormal return* kumulatif tertinggi memang terjadi pada hari 0 namun tidak tertutup kemungkinan setelah hari + 10 akan didapatkan *abnormal return* kumulatif yang lebih tinggi, karena grafik tersebut memperlihatkan adanya kecenderungan peningkatan *abnormal return* kumulatif yang relatif cepat. Karena *abnormal return* kumulatif bisa digunakan sebagai ukuran peningkatan kemakmuran pemegang saham, maka adanya *abnormal return* yang selalu positif selama 21 hari pengamatan ini juga mengindikasikan adanya peningkatan kemakmuran pemegang saham sebagai akibat adanya pengumuman *right issue*.

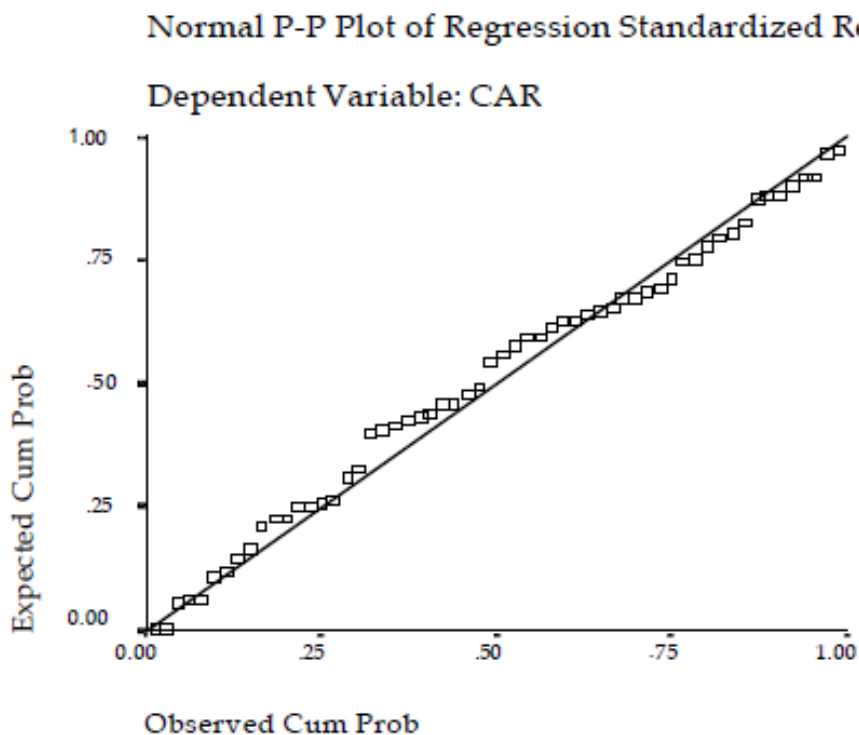
Faktor-faktor yang mempengaruhi Reaksi Investor terhadap Pengumuman Right Issue

Hasil pengujian hipotesis pertama diperoleh hasil *abnormal return* positif yang signifikan pada hari -3, maka penelitian ini dilanjutkan untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mungkin mempengaruhi reaksi investor disekitar pengumuman *right issue*. *Abnormal return* yang digunakan sebagai variabel *dependent* adalah rata-rata *abnormal return* hari -3. Menggunakan *abnormal return* hari -3 karena dari pengujian hipotesis pertama hanya hari -3 yang *abnormal return*-nya positif signifikan. Variabel-variabel yang digunakan sebagai variabel *independent* dalam regresi ini adalah:

- (1) Variabel *size* atau ukuran perusahaan yang menerbitkan *right issue*, yang merupakan *logaritma natural* dari jumlah saham yang sudah terdaftar di bursa satu bulan sebelum pengumuman *right issue* dikalikan dengan harganya pada saat itu.
- (2) Variabel *offer price*, atau besarnya harga penawaran saham baru relatif terhadap harga pasar saham satu bulan sebelum pengumuman *right issue*.
- (3) Variable *price to book ratio* diukur dengan harga saham dibagi nilai buku perusahaan yang mengeluarkan *right issue*.

Pengujian Normalitas

Menurut Neter dkk. [29] untuk memenuhi asumsi klasik normalitas dari model regresi yang baik maka terdapat tiga persyaratan, yaitu residual atau *error term* (ϵ_i) suatu model regresi harus memiliki mean nol, tingkat variansinya (σ^2) konstan dan merupakan variabel independen yang normal. Pengujian terhadap normalitas residual model regresi dapat dilakukan melalui grafik plot yang dinamakan *normal probability plot*. Apabila plotnya ternyata berada disekitar garis regresi maka dapat dikatakan model regresi yang diuji memiliki distribusi yang normal. Dari gambar 1, terlihat bahwa titik plot berada disekitar garis regresi. Simpulannya adalah keseluruhan asumsi normalitas dari residual dapat diterima.



Gambar 3. Plot Probabilitas Normal dari Residual

Selain dengan menggunakan grafik *residual plot* tersebut di atas, asumsi normalitas dapat diuji dengan uji *Kolmogorov-Smirnov*, hasilnya dapat dilihat pada tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2. Uji Normalitas

| | Kolmogorov-Smirnov | | |
|------------------------------|---------------------------|-----------|-------------------|
| | Statistic | df | Signifikan |
| Standardized Residual | 0.106 | 58 | 0.167 |

Kolom signifikan, menunjukkan angka 0,167 yang berarti melebihi 0,05. Hal ini berarti bahwa model ini lolos pada pengujian normalitas.

Pengujian Multikolinearitas

Pengujian terhadap gejala multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah ada hubungan linear antara dua atau lebih variabel independen yang digunakan dalam model regresi. Apabila terdapat dua atau lebih variabel independen berkorelasi kuat, berarti ada multikolinearitas dalam model persamaan regresi yang digunakan hal ini mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarah pada kesimpulan yang menerima H_0 . Untuk mendeteksi apakah antara variabel-variabel independen yang digunakan mempunyai kolinearitas yang tinggi atau tidak dengan menggunakan

Tolerance dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Menurut Gujarati [30] jika nilai *Tolerance* lebih besar dari 0,10 maka tidak terdapat multikolinearitas yang berbahaya dalam model regresi yang digunakan. Sedangkan bila dilihat dari nilai VIF maka apabila nilai VIF diatas sepuluh berarti terjadi multikolinearitas. Sedang nilai VIF yang aman berada disekitar satu dengan *tolerance value* mendekati 1. Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 3 :

Tabel 3. Nilai Tolerance dan VIF

| Variabel | Collinearity Statistics | |
|----------|-------------------------|-------|
| | Tolerance | VIF |
| SIZE | .958 | 1.043 |
| OFFER | .959 | 1.043 |
| PBV | .920 | 1.087 |

Berdasarkan nilai *Tolerance* dan VIF pada tabel 3 terlihat bahwa nilai *Tolerance* lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF kesemuanya berkisar pada angka satu. Hal ini berarti tidak terdapat gejala multikolinearitas antar variabel independen pada model regresi yang digunakan.

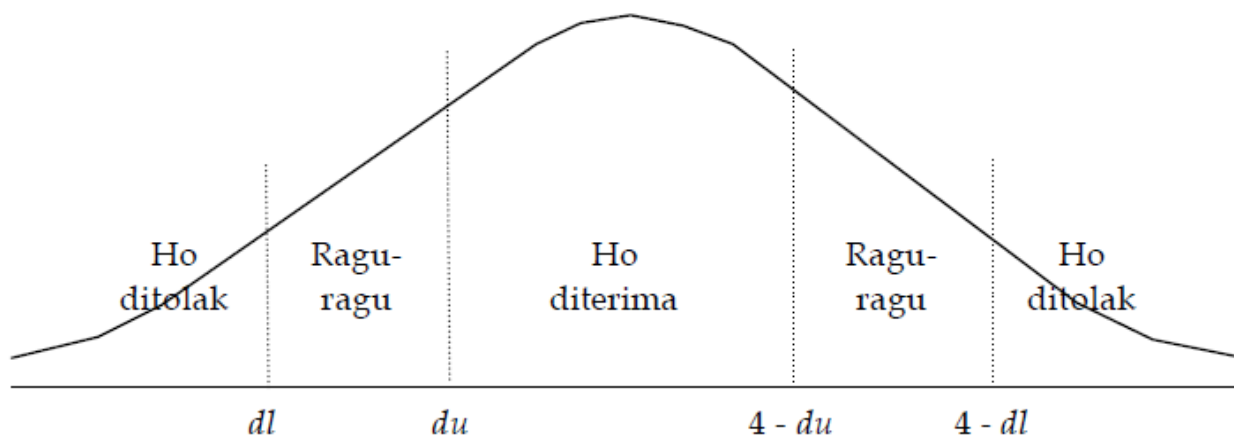
Pengujian Autokorelasi

Gejala ini muncul jika terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu (*disturbance error*) pada periode t dengan kesalahan pada priode $t-1$. Untuk mendeteksi gejala autokorelasi ini menggunakan uji Durbin Watson.

Tabel 4. Statistik d Durbin Watson

| dl | Du | $4 - du$ | $4 - dl$ |
|-------|-------|----------|----------|
| 1.718 | 1.820 | 2.180 | 2.282 |

Sumber: Gujarati, N. Damodar, 1995, *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, Third edition



Gambar 4. Uji Durbin Watson

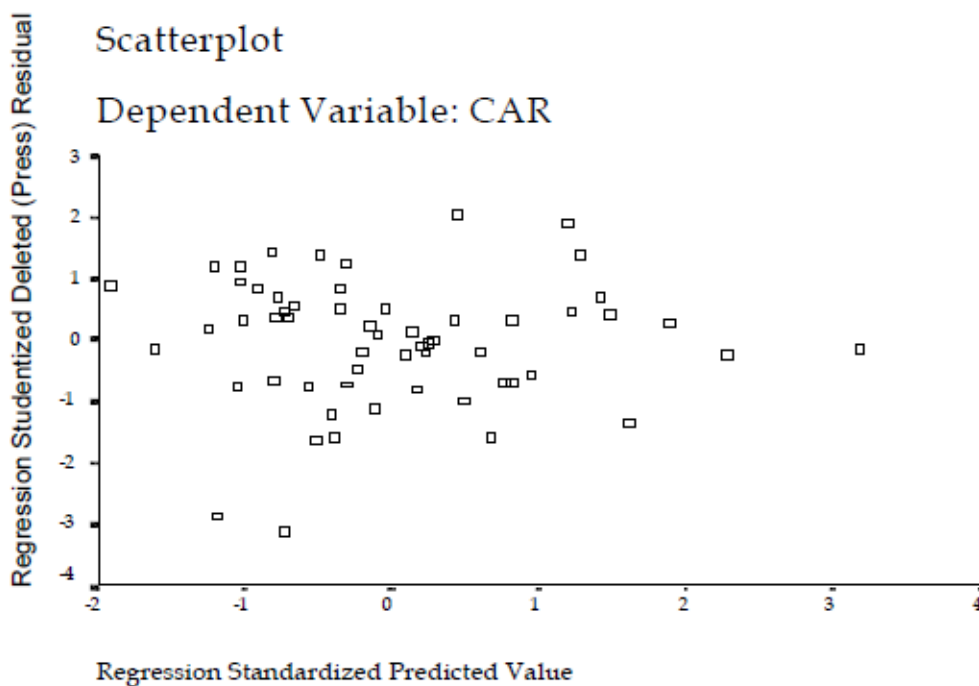
Berdasarkan hasil pada tabel 4 nilai Durbin Watson menunjukkan angka 1,891 yang berada di bawah 2 dan di atas -2 . Hal ini berarti tidak terdapat gejala autokorelasi dalam persamaan regresi yang digunakan.

Tabel 5. Uji Autokorelasi

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | 0.457 | 0.209 | 0.165 | 0.9238 | 1.891 |

Pengujian Heteroskedastisitas

Menurut Gujarati [30], heteroskedastisitas adalah suatu kondisi variabel pengganggu (ϵ_i) memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi yang lainnya. Hal ini melanggar asumsi homokedastisitas, yaitu setiap variabel penjelas memiliki variabel yang sama (konstan). Untuk mendeteksi gejala tersebut dapat digunakan grafik *scatter plot*. Seperti terlihat pada gambar 5.



Gambar 5. Scatterplot

Dari gambar 5 terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak dan tidak membentuk pola tertentu sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas. Setelah melakukan pengujian terhadap seluruh asumsi klasik yang mendasari model regresi, langkah selanjutnya adalah melakukan analisis terhadap hasil regresi linear antara variabel dependent dan variabel independent yang digunakan di dalam pengujian.

Tabel 6. Hasil Uji Statistik

| Variabel | Koefisien Regresi | Standard Error | t-Statistik | Sig. | VIF |
|----------------------------|-------------------|----------------|--------------------|-------|---------|
| Konstanta | 0.170 | 1.183 | 0.143 | 0.886 | |
| Size | -0.156 | 0.054 | -2.918 | 0.005 | 1.043 |
| Offer | 0.376 | 0.169 | 2.221 | 0.031 | 1.043 |
| PBV | 0.422 | 0.207 | 2.039 | 0.046 | 1.087 |
| Standard Error of Estimate | | = 0.9238 | F Test | | = 4.763 |
| R Square | | = 0.209 | Sig. | | = 0.005 |
| Adjusted R Square | | = 0.165 | Durbin-Watson Test | | = 1.891 |

Pengolahan regresi berganda linear menghasilkan model persamaan sebagai berikut:

$$AR_{it} = 0.170 - 0.156 \text{ SIZE} + 0.376 \text{ OFFER} + 0.422 \text{ PBV} + \epsilon I$$

Dari hasil regresi dapat diketahui bahwa model yang digunakan dapat menjelaskan variasi variabel *dependent*. Sedangkan dari hasil uji F-test, signifikansi tingkat 95% maka model regresi ini dapat digunakan sebagai alat analisis untuk memprediksi variabel *dependent*-nya. Hasil R Square sebesar 0.209 atau 20,9% yang berarti ketiga variabel *independent* mampu menjelaskan *abnormal return* disekitar pengumuman *right issue*. Atau lebih tepatnya karena model regresi ini menggunakan variabel *independent* lebih dari 2 maka bisa digunakan *adjusted R Square*, yang menunjukkan angka 0.165 atau 16,5% yang berarti ketiga variabel *independent* mampu menjelaskan *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman *right issue* sebesar 16,5%. Berdasarkan hasil regresi yang dilakukan diperoleh hasil semua variabel *independent* memiliki hubungan yang secara statistik signifikan. Pembahasan untuk semua variabel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Pada variabel *size* signifikan pada level 0.005 dengan tingkat keyakinan 95%. Dan koefisien regresi yang negatif (-0.156) mengandung arti bahwa terjadi hubungan yang negatif antara *abnormal return* dengan ukuran perusahaan (*size*) atau ditolaknya hipotesis H₀. Hasil ini konsisten dengan teori Marsh (1979) yang mendapatkan adanya pengaruh faktor ukuran perusahaan terhadap *abnormal return*, di mana perusahaan yang lebih kecil akan mendapatkan *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih besar. Teori Marsh didukung juga oleh Banz (1981), Reinganum (1981), Merton (1987) dan David Porras (1998) bahwa terjadi hubungan negatif antara *return* dengan ukuran perusahaan, dimana perusahaan dengan ukuran perusahaan kecil memiliki *return* yang lebih besar.
2. Variabel *offer price* atau besarnya harga penawaran saham baru relatif terhadap harga pasar saham signifikan pada level 0.031 dengan tingkat kepercayaan 95% dan koefisien regresi yang positif (0.376). Hal ini berarti bahwa terjadi hubungan yang positif antara *abnormal return* dengan harga penawaran saham baru. Hasil ini konsisten dengan pendapat Heinkel dan Schwartz [6], bahwa harga penawaran merupakan informasi yang sangat bernilai. Pendapat Heinkel dan Schwartz didukung oleh hasil penelitian Loderer dan Zimmermann [3], yang dengan regresinya berhasil menemukan bukti bahwa harga penawaran memberikan *signaling effects* yang positif terhadap *abnormal return* saham pada saat pengumuman *right issue*. Harga penawaran yang lebih rendah akan menyebabkan penurunan harga yang lebih besar dan sebaliknya. Hal ini karena kegagalan penawaran dimana *offer price* lebih besar daripada harga pasar (*market price*) akan sangat merugikan, sehingga perusahaan yang memperkirakan harga sahamnya akan menurun selama periode penawaran lebih memilih untuk menghindari kegagalan penawaran tersebut dengan cara memilih harga penawaran yang cukup rendah dibandingkan dengan harga pasar saat ini. Perusahaan-perusahaan yang memperkirakan sahamnya akan menurun secara drastis tersebut adalah perusahaan yang kualitas yang kurang baik, perusahaan yang berkualitas baik tidak akan takut bila sahamnya akan menurun. Sebagai akibatnya, investor mengambil informasi *privat* tentang kualitas perusahaan melalui penentuan harga penawaran tersebut. Semakin tinggi harga penawaran (*offer price*) semakin baik kualitas perusahaan tersebut dan semakin positif reaksi investor terhadap pengumuman *right issue*.
3. Variabel ukuran pertumbuhan (*Price to book ratio*) signifikan pada level 0.046 dengan tingkat kepercayaan 95% dan koefisien regresi yang positif (0.422). Hal ini mengandung arti bahwa terjadi hubungan yang positif antara *abnormal return* dengan ukuran pertumbuhan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Penman (1991) bahwa perusahaan-perusahaan yang *book to*

market-nya rendah (PBV tinggi) tetap lebih menguntungkan daripada perusahaan-perusahaan yang *book to market*-nya tinggi (PBV rendah) paling tidak lima tahun setelah portfolio-portfolio dibentuk pada PBV. Pendapat Penman didukung oleh Fama dan French (1995) perusahaan dengan *book to market* yang rendah (PBV yang tinggi) diikuti oleh profitabilitas yang tinggi dan sebaliknya perusahaan dengan *book to market* yang tinggi (PBV yang rendah) diikuti dengan profitabilitas yang rendah.

Dari hasil analisis regresi di atas dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* saham perusahaan yang melakukan *right issue* dipengaruhi secara positif oleh besarnya harga penawaran relative terhadap harga pasar dan besarnya ukuran pertumbuhan. Selain itu *abnormal return* saham perusahaan yang melakukan *right issue* juga dipengaruhi secara negatif oleh besarnya ukuran perusahaan.

Kesimpulan

Dari hasil penelitian yang sudah dilakukan, didapatkan kesimpulan bahwa:

- 1) Secara menyeluruh dari hasil analisis *abnormal return* di sekitar hari pengumuman dapat diketahui bahwa ternyata pengumuman *right issue* memberikan pengaruh yang positif terhadap harga saham karena didapatkan *abnormal return* yang positif di pasar modal Indonesia yang merupakan salah satu *emerging capital market* di Asia.
- 2) Reaksi investor terhadap pengumuman *right issue* dipengaruhi oleh beberapa variabel, yaitu:
 - a. Variabel *size* diperoleh hasil yang signifikan dan koefisien regresi yang negatif mengandung arti bahwa terjadi hubungan yang negatif antara *abnormal return* dengan ukuran perusahaan (*size*) atau ditolaknya hipotesis H₀. Variabel *size* memiliki arah yang negatif. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang lebih kecil akan mendapatkan *return* yang lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih besar.
 - b. Variabel *offer price* atau besarnya harga penawaran saham baru relatif terhadap harga pasar saham diperoleh hasil yang signifikan dan nilai koefisien regresi yang positif yang berarti bahwa terjadi hubungan yang positif antara *abnormal return* dengan harga penawaran saham baru dan ditolaknya hipotesis H₀. Variabel *offer price* memiliki arah yang positif. Hal ini menunjukkan semakin tinggi harga penawaran (*offer price*) semakin baik kualitas perusahaan tersebut dan semakin positif reaksi investor terhadap pengumuman *right issue*.
 - c. Variabel ukuran pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan dan koefisien beta yang positif, mengandung arti bahwa terjadi hubungan yang positif antara *abnormal return* dengan ukuran pertumbuhan dan ditolaknya hipotesis H₀. Variabel ukuran pertumbuhan perusahaan memiliki arah yang positif. Hal ini berarti semakin tinggi PBV yang diperoleh maka diikuti oleh profitabilitas yang semakin tinggi pula.

Daftar Pustaka

- [1] B. E. Eckbo & R. W. Masulis, "Adverse Selection and Right Offer Paradox," *Journal of Financial Economics*. Desember. 1992.
- [2] M. Kothare, "The Effects of Equity Issues on Ownerships Structure and Stock Liquidity: A Comparison of Rights and Public Offerings," *Journal of Financial Economics* 43, 1997.
- [3] C. Loderer & H. Zimmermann, "Stock Offerings in a Different Institutional Setting, Swiss Case, 1973–1983," *Journal of Banking and Finance* 12, 1988.
- [4] H. Kang, "Effects of Seasoned Equity Offerings in Korea on Shareholder's Wealth," *Pacific Basin Capital Market Research*, S. G, 1990.

- [5] N. V. Tsangarakis, 1996. "Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece," *Financial Management*, Vol. 25 No. 3, pp. 21–32, Autumn. 1996.
- [6] R. Heinkel & E. S. Schwartz, "Rights Versus Underwritten Offering An Asymmetric Information Approach," *Journal of Finance*. Vol. XLI. No. 1, 1986.
- [7] B. Rosenberg, Kenneth Reid, & Ronald Lanstein, "Persuasive Evidence of Market Inefficiency," *Journal of Potfolio Management* 11. no. 3, pp 9–16, 1985.
- [8] Eugent F. Fama & R. French Kenneth, "Size and Book-to Market Factor in Earning and Returns,". *Journal of Finance* 50, 1995.
- [9] D. S.Hartono, "Analisa Harga Saham pada Emiten Perbankan yang Melakukan Right Issue 1995–1996 (Studi Kasus pada Bursa Efek Jakarta)," Laporan Internship, Program Magister Manajemen, Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1998.
- [10] H. Hinuri, Isakagoya C. H. and J. F. P. Lukuhay, "Dana dan Investasi,". *Capital Market Society of Indonesia*, Jakarta, 1997.
- [11] E. F. Brigham & L. C. Gapenski, *Intermediate Financial Management*, 5th Edition. Orlando: The Dryden Press, 1996.
- [12] G. Muslim & A. Ardi, "Emisi Klaim, Bukti Right Bisa Dijual," *Warta Ekonomi*, No 40/Th III, 2 Maret 1992 .
- [13] R. Ball, P. Brown, dan F. J. Finn, "Share Capitalization Changes, New Information and the Australian Equity Market," *Paper*, dipresentasikan pada konferensi Accounting Association of Australia and New Zealand, 1977.
- [14] R. C. Merton, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information," *Journal of Finance*, pp. 483–510, Juli 1987.
- [15] P. R. Marsh, "Equity Right and The Efficiency of The UK Stock Market," *Journal of Finance*, Vol XXXIV No. 4, pp: 839–826, September. 1979.
- [16] R. W. Banz, "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks,". *Journal of Financial Economics* 9, 1981.
- [17] M. R. Reinganum, "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earning Yields and Market Values," *Journal of Financial Economic* no. 1, pp. 19–46, 1981.
- [18] D. Porras, "The CAPM vs The Fama and French Tree factors Pricing Model: A Comparison Using Value Line Investment Survey," Departement of Finance, St. Louis University, 1998.
- [19] R. Brealey & S. Myers, *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill, 1981.
- [20] G. Sharathchandra & R. Thompson, "The effect of early resolution of uncertainty on the valuation of assets: A dichotomy into market and non-market information," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Volume 4, [Issue 2](#), pp. 137-153, June. 1994.
- [21] K. C. Chan & Nai-Fu Chen, "Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms," *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, September, pp. 1467-1484, 1991.
- [22] Eugent F. Fama & R. French Kenneth, "The Cross-section of Expected Stock Return,". *Journal of Finance* 47, 1992.
- [23] Eugent F. Fama & R. French Kenneth, "Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies,". *Journal of Finance*, 1996.
- [24] J.L. Davis, "The Cross-Section of Realized Stock Returns: The Pre-COMPUSTAT Evidence," *The Journal of Finance*, Volume 49, Issue 5, Pages 1579–1593, December. 1994.
- [25] L. Penman & Stephen H., "An evaluation of accounting rate of return," *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 6, pp. 233-255. 1991.
- [26] S. P. Kothari, Jay Shanken, & Richard G. S, "Another Look at the Cross-section of Expected Stock Returns," *The Journal of Finance*, Volume 50, Issue 1, pp. 185–224, March. 1995.
- [27] Dongcheol Kim 1997, A Reexamination of Firm Size, Book-to-Market, and Earnings Price in the Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 32, Issue 04, pp 463-489, December. 1997.
- [28] A. K. Singh, "Layoff and Underwritten Rights Offers," *Journal of Financial Economic* 43, pp. 105–130, 1997.
- [29] John Neter, William Wasserman, & G. A. Whitmore, *Applied Statistics*, Edisi 4, Allyn and Bacon, 1993, ISBN
- [30] N. D. Gujarati, *Basic Econometrics*, Third edition. McGraw-Hill, 1995.