

# Analisis Efisiensi Pasar Modal “*Semistrong Form Tests*” dengan adanya pengumuman “*Right Issue*” di Bursa Efek Jakarta

Barbara Gunawan

*E-mail : barbaragunawan@yahoo.co.id*

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

## **ABSTRACT**

*The objective of this study is to find whether Indonesian stock market is a semistrong efficient market. This study use 10 listed public companies in Jakarta Stock Exchange and performed right issue in 2003. The study found there was a significantly difference between stock price at stock exchange and theoretical price before and after ex right date. This study also reveal that abnormal return before and after ex right date does not have a significant different.*

**Keywords :** *Semistrong Form Test, Right Issues, Abnormal Return*

## **ABSTRAK**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pasar saham Indonesia merupakan pasar yang efisien setengah kuat. Penelitian ini menggunakan 10 perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan dilakukan right issue pada tahun 2003. Studi ini menemukan ada signifikan perbedaan antara harga saham di bursa dan harga teoritis sebelum dan setelah tanggal ex tepat. Penelitian ini juga mengungkapkan bahwa abnormal return sebelum dan sesudah tanggal ex benar tidak memiliki perbedaan yang signifikan.

**Kata kunci :** Semi Form Kuat Test, Isu Hak, Abnormal Return

## **PENDAHULUAN**

### **Latar Belakang**

Pasar modal merupakan pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Sebagai lembaga perantara perdagangan sekuritas, pasar modal sangat

penting artinya dalam menunjang perekonomian suatu negara, karena pasar modal akan mendorong terciptanya alokasi dana secara efisien. Bagi investor pasar modal merupakan salah satu alternatif pilihan investasi yang dapat menghasilkan tingkat keuntungan optimal. Setiap investor sangat membutuhkan informasi yang relevan dengan perkembangan transaksi di bursa, hal ini sangat penting untuk dijadikan bahan pertimbangan dalam menyusun strategi dan pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

Informasi mengenai perkembangan harga saham, volume perdagangan, indeks harga saham, pembagian deviden, informasi laporan keuangan, *right issue*, *stock split* dan informasi material lainnya sangat ditunggu oleh investor maupun para analis investasi untuk dijadikan dasar pedoman dalam menentukan strategi maupun keputusan pilihan investasinya

Reaksi pasar terhadap adanya pengumuman informasi tertentu yang kemudian diikuti dengan perubahan harga sekuritas merupakan hal yang sangat penting untuk diamati. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai tingkat harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi materiil yang tersedia, maka dapat dikatakan pasar tersebut dalam keadaan efisien.

Tingkat efisiensi pasar modal, sebagaimana yang telah diuraikan diatas pada dasarnya dapat dibedakan dalam 3 (tiga) klasifikasi sebagai berikut (Fama 1970) :

- (1) Efisien dalam bentuk lemah (*weak form*). Pasar dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu akan tercermin dalam harga sekuritas yang terbentuk pada saat sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut misal : harga saham dan volume perdagangan dimasa lalu tidak bisa lagi dipergunakan untuk memprediksikan perubahan harga saham dimasa mendatang, karena sudah tercermin pada harga saham saat ini. Implikasinya adalah bahwa investor tidak akan bisa memprediksi nilai pasar saham dimasa mendatang dengan menggunakan data historis, sebagaimana yang dilakukan dalam metode analisis teknikal.
- (2) Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong*), merupakan bentuk efisiensi pasar yang lebih komprehensif, karena efisiensi dalam bentuk ini harga saham disamping dipengaruhi oleh data pasar (harga saham dan volume perdagangan) juga dipengaruhi oleh semua informasi yang dipublikasikan oleh emiten saham tersebut (misalnya : informasi laporan keuangan, pengumuman *stock split*, *right issue*, penerbitan saham baru dan pembagian *dividen*). Pada pasar yang efisien dalam bentuk setengah kuat ini investor tidak dapat berharap memperoleh *abnormal return* jika strategi transaksi yang dilakukan hanya didasari oleh berbagai informasi yang telah dipublikasikan tersebut. Sebaliknya jika pasar tidak efisien maka akan ada lagi *abnormal return* dalam proses penyesuaian harga terhadap informasi baru yang dipublikasikan.

(3) Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*). Pasar efisien dalam bentuk kuat berarti harga sekuritas pada saat ini sudah mencerminkan semua informasi yang ada, baik yang terpublikasi maupun yang tidak dipublikasikan. Sehingga dalam kondisi bentuk pasar efisien kuat seperti ini, tidak akan ada lagi investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dalam transaksi perdagangan sekuritasnya.

Berdasarkan uraian diatas maka penulis merasa tertarik untuk melakukan penelitian berkaitan dengan efisiensi pasar modal di Indonesia khususnya di Bursa Efek Jakarta, Sehingga penulis mengadakan penelitian dengan judul : **Analisis Efisiensi Pasar Modal “Semistrong Form Tests” dengan adanya pengumuman “Right Issue” di Bursa Efek Jakarta .**

### **Rumusan Masalah**

Masalah-masalah yang akan dijadikan pokok bahasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- (1) Apakah pasar modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta dalam kondisi efisien bentuk setengah kuat (*semistrong efficiënt market*) ?
- (2) Apakah para investor tidak akan memperoleh *abnormal return* dengan adanya informasi pengumuman *right issue* di Bursa Efek Jakarta

### **Tujuan Penelitian**

Sesuai dengan uraian perumusan masalah dan hipotesis diatas, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

- (1) Untuk mengetahui apakah pasar modal Indonesia khususnya Bursa Efek Jakarta dalam kondisi efisien bentuk setengah kuat (*semistrong efficiënt market*)
- (2) Untuk mengetahui apakah para investor akan memperoleh *abnormal return* dengan adanya informasi yang dipublikasikan berupa pengumuman *right issue* di Bursa Efek Jakarta

### **Manfaat Penelitian**

Sesuai dengan tujuan dilaksanakannya penelitian diatas, maka beberapa manfaat yang diharapkan dapat diperoleh dari penelitian ini antara lain adalah :

1. Manfaat bagi investor, sebagai bahan pertimbangan dan masukan bagi para pelaku atau calon investor baik individual maupun institusional yang akan melakukan investasi khususnya dalam menyikapi masalah *right issue*. Khususnya bagi para pemegang saham lama yang akan mengalami dilusi atas kepemilikan sahamnya yaitu dilusi harga maupun dilusi prosentase kepemilikannya.

2. Manfaat bagi perusahaan, sebagai dasar penentuan kebijakan keuangan khususnya kebijakan yang berkaitan dengan masalah *right issue* dimasa mendatang.
3. Manfaat bagi peneliti, yaitu untuk memperkuat penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya berkenaan dengan efisiensi pasar modal dan ada tidaknya *abnormal return* yang akan diperoleh investor berkaitan dengan adanya publikasi mengenai rencana pelaksanaan *right issue*.

## KAJIAN PUSTAKA

### Kajian Teoritik

Studi tentang pengaruh kebijakan *right issue* terhadap harga-harga saham perusahaan di Indonesia sudah cukup banyak dilakukan, demikian juga studi dan penelitian mengenai mengenai efisiensi pasar modal di Indonesia sudah sangat banyak dan sering dilakukan oleh para peneliti. Menurut *Fama (1965)*, berdasarkan jenis informasi yang digunakan sebagai basis penelitian, maka efisiensi pasar modal dapat digolongkan ke dalam bentuk atau tingkatan yaitu efisiensi bentuk lemah (*weak form efficiency*), efisiensi bentuk setengah kuat (*semi strong form efficiency*) dan efisiensi bentuk kuat (*strong form efficiency*).

Penelitian yang dilakukan oleh *Husnan (1994)*, menyatakan bahwa pasar modal di Indonesia efisien dalam bentuk lemah telah terpenuhi, dimana dalam kondisi ini harga-harga saham sekuritas mencerminkan informasi harga di masa lampau. Sedangkan penelitian efisiensi pasar modal dalam bentuk setengah kuat di Indonesia, menghasilkan kesimpulan yang masih meragukan.

Studi mengenai pengaruh suatu informasi terhadap pasar modal telah dilakukan di BEJ oleh *Husnan (1996)* dan *Hanafi (1997)*, hasil dari penelitian tersebut adalah bahwa terjadi perbedaan yang signifikan antara periode pengumuman laporan keuangan, apabila dibandingkan dengan periode-periode diluar pengumuman, meskipun dengan tingkat efisiensi yang berbeda-beda. Hasil yang sama juga didapatkan oleh *Sianturi (1996)* dengan pengujian bentuk lemah yaitu *otokorelasi* dan *uji run test* pada tahun 1994-1995 BEJ masih berada dalam bentuk efisiensi lemah yang meningkat, tetapi masih belum mencerminkan bentuk yang setengah kuat. Penelitian oleh *Wianindyo (1995)* juga menghasilkan kesimpulan bahwa publikasi laporan keuangan suatu perusahaan yang *go public* secara signifikan berpengaruh terhadap fluktuasi harga sahamnya.

Studi serupa juga telah banyak dilakukan di luar negeri, dipelopori oleh *Scholes (1972)* yang menggunakan *Market Model* untuk menguji sebanyak *696 issue* atau rumor yang beredar dan terjadi di NYSE selama periode tahun (1926-1966). Hasil penelitian dari *Scholes* tersebut menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* selama periode waktu tersebut tetapi setelah periode tersebut tidak diperoleh *abnormal return* lagi. Penelitian *Smith (1977)* menguji sebanyak

853 *sampel right issue* di NYSE (1926-1966) dan ternyata hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terjadi *abnormal return* selama setahun periode *pre-issue* dan tak terdapat *abnormal return* untuk periode sesudahnya. Hasil penelitian dari *Ball, Brown dan Finn (1977)* terhadap 193 *right issue* di pasar modal Australia pada tahun (1960-1969) menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* 10% di tahun sebelum *right issue* dan terjadi penurunan harga 0,6% di bulan setelah pengumuman. Sedangkan *Merret, Howe dan Newbould (1967)* telah menguji 110 *right issue* di UK, dan ternyata terdapat *abnormal capital gain* sebesar 1% setelah *issue date* dan 3% setahun berikutnya.

### **Pengertian Right**

Dalam *right issue* emiten akan melakukan penawaran secara terbatas kepada pemegang saham lama dan memberikan *kupon (right)* untuk setiap saham yang dimilikinya. Untuk dapat membeli saham baru yang ditawarkan ini pemegang saham lama harus menyediakan dana sebanyak harga saham yang akan dibeli sesuai dengan jatah kupon yang dimilikinya. *Right* merupakan salah satu jenis produk *derivatif* yang merupakan salah satu efek yang praktis dan selalu dikaitkan dengan sekuritas saham. Tujuan utama perusahaan menerbitkan *right* biasanya dimaksudkan untuk meningkatkan jumlah modal disetornya. Memang emisi *right* ini merupakan bentuk penawaran yang sifatnya terbatas, karena emisi saham yang akan diterbitkan pada prinsipnya hanya terbatas ditujukan kepada pemegang saham lama yang telah ada. *Right* sebenarnya tidak lebih dari suatu hak bagi para pemegang saham yang ada untuk membeli terlebih dahulu saham baru yang akan diterbitkan oleh perusahaan. Biasanya dengan harga *emisi* (harga perdana) dibawah catatan harga saham tersebut di bursa (*Koetin, 1996*). Suatu *right* merupakan hak terlebih dahulu yang melekat pada saham lama, dalam hal ini setiap saham lama akan diberikan satu *right*. Oleh karena itu jumlah saham lama yang telah ditempatkan dan disetor penuh adalah sama dengan jumlah *right* tersebut.

Alasan yang biasa digunakan untuk membenarkan *emisi right* oleh suatu emiten adalah agar setiap pemegang saham lama dapat memiliki hak untuk mempertahankan persentase haknya atas laba dan hak suara dalam perusahaan tersebut. Sebabnya apabila sejumlah besar saham baru langsung dijual kepada pemegang saham baru maka akan banyak hak suara dan laba dalam perusahaan akan beralih kepadanya, oleh karena itu dapat dikatakan bahwa setiap pemegang saham lama yang telah ada mempunyai hak untuk tetap mempertahankan bagiannya dalam aktiva perusahaan atau dengan kata lain tetap mempertahankan prosentase kepemilikan dalam kekayaan bersih perusahaan. Apabila hal ini dilakukan dengan melalui penawaran umum IPO para pemegang saham lama akan diperlakukan sama dengan para investor lain yang baru masuk. Ditinjau dari sisi perusahaan emiten, penawaran terbatas ini akan menghemat biaya

menjadi lebih murah daripada kalau harus menempuh penawaran umum, karena biasanya pada proses penawaran terbatas ini perusahaan tidak perlu menggunakan bantuan jasa dari *underwriter* maupun lembaga profesi lainnya.

### **Harga dan Jumlah Penawaran Saham Baru**

Suatu ciri khas pada emisi *right* adalah bahwa perusahaan emiten telah menetapkan harga penawaran saham baru (*the subscription price*) yang biasanya ditetapkan dibawah harga pasar yang tercatat di bursa. (Rose, 2000) menyatakan bahwa suatu *right* dinyatakan bernilai apabila harga emisi saham tersebut masih lebih rendah daripada kurs yang tercatat di bursa. Maksudnya adalah, jika harga perdana suatu emisi *right* lebih tinggi daripada kurs saham tersebut di bursa, maka harga *right* adalah negatif. Emisi dalam hal ini tidak akan laku dijual, kecuali kalo diambil sendiri oleh pemegang saham utama dengan tujuan untuk memperbesar prosentase kepemilikannya.

Berapa banyak saham baru yang diterbitkan sangat tergantung pada berapa banyak dana yang akan dikumpulkan lewat penawaran terbatas dan harga saham baru yang ditawarkan tersebut. Banyaknya saham baru yang ditawarkan akan sama banyaknya dengan dana yang dikumpulkan lewat penawaran terbatas dibagi dengan harga saham baru yang ditawarkan.

Sebagai contoh : apabila sebuah perusahaan emiten memerlukan dana sebesar Rp. 100 milyar dan harga saham yang ditawarkan adalah sebesar Rp. 100 Milyard dibagi Rp.1000,- sehingga diperlukan tambahan saham sebanyak 100 juta lembar saham baru. Mengenai berapa jumlah kupon (*right*) yang diperlukan untuk membeli saham baru, bisa ditentukan dengan melihat perbandingan antara jumlah saham yang beredar (saham lama) dengan jumlah saham yang ditawarkan (saham baru). Misalnya, jumlah saham yang beredar sebanyak 200 juta lembar dan jumlah saham baru sebanyak 100 juta lembar, maka jumlah kupon yang digunakan untuk membeli satu lembar saham baru tersebut sebanyak  $200 \text{ juta lembar} \div 100 \text{ juta lembar} = 2 \text{ lembar kupon}$ .

### **Nilai Kupon**

Meskipun para pemegang saham lama akan mendapatkan kupon tanpa dikenakan biaya, namun sebenarnya kupon tersebut mempunyai nilai (*intrinsic value*) tertentu. Nilai kupon tersebut dipengaruhi oleh harga saham di pasar (*sebelum ex right date*), harga saham baru yang ditawarkan dan jumlah kupon yang diperlukan untuk membeli satu lembar saham baru. Jika sesuatu dalam keadaan sama (*ceteris paribus*) maka setelah *ex right date* harga saham baru yang ditawarkan dan harga saham lama akan berharga sama. Hal ini dikarenakan harga saham lama akan merosot turun menjadi sebesar nilai kupon atau *right* tersebut (Frederrick, 1994). Karena *right* memiliki harga bahkan dapat

mempunyai harga yang cukup besar, maka untuk itu *right* perlu diperdagangkan secara tersendiri terpisah dari saham yang bersangkutan.

### **Alternatif Pemegang Saham**

Menurut (*Ross dkk, 2000*), para pemegang saham yang memiliki kupon *right* mempunyai tiga alternatif sehubungan dengan kepemilikan kupon tersebut, antara lain :

- (1) Pemegang saham membeli saham baru dengan kupon yang ada dan sejumlah uang yang besarnya sama dengan harga saham baru tersebut sehingga jumlah saham yang dimiliki akan meningkat dan kekayaan investor tetap.
- (2) Pemegang saham tidak membeli saham baru yang ditawarkan pada *right issue* tetapi menjual kupon seharga nilai kupon tersebut. Dalam kondisi ini kekayaan investor tidak akan terpengaruh.
- (3) Pemegang saham tidak menggunakan haknya untuk membeli saham baru yang ditawarkan pada *right issue* dan juga tidak menjual kupon yang dimilikinya. Pada alternatif ini, pada saat *ex right date* kekayaan investor akan turun sebesar nilai kupon (*right*).

### **Rumusan Hipotesis**

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan diatas, maka penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : ada perbedaan harga saham dibursa dan harga teoritis, sebelum dan sesudah *ex right date*.

H<sub>2</sub> : ada perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah *right issue*.

### **Analisis Hipotesis :**

Pengujian hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model yang dikembangkan oleh *Elton dan Gruber (1995)* yang diuraikan sebagai berikut :

- (1) Mengumpulkan data harga penutupan harian dari 30 saham perusahaan emiten yang diteliti yaitu yang melakukan *right issue* selama tahun 2003.
- (2) Menentukan *event date (to)* yaitu tanggal dimulainya *ex right date* dari *right issue* masing-masing emiten tersebut
- (3) Periode yang diteliti adalah 30 hari yaitu  $t = -15, -14, -13, \dots, 0, +1, +2, \dots, +15$  dengan  $t_0$  tanggal *announcement date*
- (4) Mencari rata-rata perbedaan harga saham  $i$  dengan harga teoritisnya ( $R_i$ ), kita membutuhkan data harga saham  $i$  di pasar pada waktu  $t$  ( $P_i$ ) dan harga teoritis dari saham tersebut ( $P_{theo}$ ), nilai  $P_i$  didapatkan dari harga bursa masing-masing saham  $i$  pada waktu  $t$  yang disebut harga saham sesungguhnya.
- (5) Menentukan besarnya ( $P_{theo}$ )

- (6) Setelah nilai ( $P_{theo}$ ) dan nilai  $P_t$  diketahui, selanjutnya menghitung nilai perbedaan harga saham  $i$  dengan harga teoritisnya ( $R_i$ ).

## METODA PENELITIAN

### Obyek Penelitian

Dalam penelitian ini penulis memilih obyek penelitian pada 10 saham perusahaan yang telah *listing* atau *go public* dan melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2003.

### Data yang diperlukan

Beberapa data-data yang diperlukan dalam penelitian ini antara lain :

- (1) Nama perusahaan yang melakukan pengumuman *right issue* di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2003.
- (2) Tanggal diumumkannya *right issue* tersebut
- (3) Harga saham harian (*closing price*) dan Indeks Harga Saham Gabungan, selama 131 hari bursa yang dibagi menjadi dua bagian yaitu periode estimasi (*estimation periode*) dan periode kejadian (*event periode*). Periode estimasi adalah selama 100 hari, yaitu dari hari ke 115 hingga hari ke 16 sebelum hari pengumuman *right issue*. Sedangkan periode kejadian adalah selama 31 hari, yaitu terdiri dari 15 hari sebelum event (*pre-event*), 1 hari merupakan hari pengumuman (*announcement day*), dan 15 hari setelah peristiwa pengumuman *right issue* (*post event*).

<i>Estimation Periode</i>		<i>Event Periode</i>	
T=-115	T=-15	t=0	t=+15

Gambar 1. Periode Waktu Penelitian (*Estimation and Event Periode*)

### Pengumpulan Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu berupa data nama-nama perusahaan yang mengumumkan *right issue*, data harian untuk memantau perkembangan *harga saham*, volume transaksi perdagangan dan indeks harga saham dari 10 perusahaan yang melakukan *right issue* pada tahun 2003 dan diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal, *JSX Real Time Information (JSXRTI)*, *JSX Monthly Statistic*, *Junal Pasar Modal*, *Indonesian Capital Market Directory 2003* dan *Harian Bisnis Indonesia*.

Penelitian dilakukan selama periode tahun 2003 dan event yang diamati juga dibatasi hanya pada *ex right date*. Untuk mempermudah penelitian maka ditetapkan *sampling frame* dan selanjutnya dilakukan pemilihan sampel dengan menggunakan *purposes sampling*. Jumlah emiten yang diamati sebanyak 10 emiten yang melakukan pengumuman *right issue* pada periode tahun 2003.

### **Metode Pengambilan Sampel**

Pengambilan sampel data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah dengan metode *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel atas dasar adanya beberapa pertimbangan tertentu. Dasar pertimbangan tersebut antara lain adalah :

- (1) Saham perusahaan yang dijadikan sampel telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode Januari sampai Desember 2003.
- (2) Perusahaan melakukan pengumuman *right issue* selama periode pengamatan Januari sampai Desember 2003
- (3) Perusahaan tidak melakukan publikasi lain selain rencana pelaksanaan *right issue* selama periode pengamatan, misalnya pengumuman publikasi mengenai *stock split*, *deviden*, *warrant* dan lainnya yang dapat mengganggu akurasi hasil penelitian.

### **Metoda Analisis Data**

Penelitian ini merupakan analisis studi peristiwa (*event study*) dari dilaksanakannya *right issue* oleh emiten, sehingga data yang dikumpulkan adalah berhubungan dengan hipotesa yang akan diuji.

#### ***Perhitungan perbedaan harga saham di bursa dengan harga teoritisnya***

Secara umum perbedaan harga saham di bursa dengan harga teoritisnya dari suatu saham dapat dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut :

$$R_i = \frac{P_t - P_{theo}}{P_{theo}}$$

*Notasi dari perumusan tersebut :*

$R_i$  = Perbedaan harga saham dengan harga teoritisnya

$P_t$  = harga saham sesungguhnya saham  $i$

$P_{t-1}$  = harga saham teoritis

#### ***Perhitungan Harga Teoritis versi JSX 1995***

$$P_{theo} = \frac{(Rp a \times r) + (Rp b \times s)}{t + s}$$

Notasi dari perumusan tersebut adalah :

$P_{theo}$  = harga teoritis saham

$a$  = harga pasar saham pada saat *cum right date*

$r$  = jumlah minimal *right* untuk mendapatkan satu saham baru

$b$  = harga penawaran saham baru

$s$  = jumlah saham yang bisa diperoleh dengan  $r$

### **Menghitung rata-rata perbedaan harga saham dengan harga teoritisnya**

Secara umum rata-rata perbedaan harga saham dengan harga teoritisnya dapat dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut :

$$AR_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

Notasi dari perumusan tersebut :

$A(R_i)$  = rata-rata perbedaan harga saham dengan harga teoritisnya

$R_i$  = perbedaan harga saham dengan harga teoritisnya

$N$  = Jumlah saham yang diamati

### **Menghitung abnormal return yaitu selisih antara actual return dengan expected return sekuritas saham harian**

Perumusan untuk menghitung abnormal return dari sekuritas saham  $i$  adalah sebagai berikut :

$$Ab(R_{it}) = Act(R_{it}) - E(R_{it})$$

Notasi dari perumusan tersebut adalah

$Ab(R_{it})$  = abnormal return saha ke- $i$  pada periode peristiwa ke- $t$

$R_{it}$  = actual return saham ke- $i$  pada periode peristiwa ke- $t$

$E(R_{it})$  = expected return saham ke- $i$  pada periode peristiwa ke- $t$

### **Menghitung rata-rata abnormal return saham**

Perumusan untuk menghitung rata-rata *abnormal return* dari sekuritas saham pada periode  $t$  adalah sebagai berikut :

$$AAb(R_{it}) = \sum_{t=+15}^{t+-15} Ab(R_{it}) / N$$

Notasi dari perumusan tersebut adalah :

$AAb(R_{it})$  = average abnormal return saham

$Ab(R_i)$  = abnormal return saham ke-i  
 $N$  = jumlah saham

***Menghitung perkembangan abnormal return sekuritas saham***

Perumusan untuk menghitung kumulatif dari rata-rata *abnormal return* dari sekuritas saham adalah sebagai berikut :

$$CAR_i = \sum_{n=1}^u AR_n$$

Notasi dari perumusan tersebut adalah :

$CAR_i$  = Komulatif rata-rata perbedaan harga saham dengan harga teoritisnya

$AR_n$  = rata-rata perbedaan harga saham dengan harga teoritisnya

***Menghitung Commulative Averages Abnormal Return Portofolio (CAARN)***

Perumusan untuk menghitung kumulatif dari rata-rata *abnormal return* dari return portofolio saham adalah sebagai berikut :

$$CAAb(Rit) = \sum_{t=+15}^{t+-15} AAb(R_n)$$

Notasi dari perumusan tersebut adalah :

$CAAb(R_i)$  = cumulative averable abnormal return

$Aab(R_n)$  = average abnormal return

Kemudian *Cumulative Abnormal Return (Cab (R<sub>it</sub>))* harian per saham selama periode kejadian dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$CAb(Rit) = \sum_{t=+15}^{t+-15} Ab(R_{itn})$$

***Menguji tingkat signifikansi dari hasil R<sub>i</sub> dengan Uji-t***

Perumusan untuk Menguji tingkat signifikansi dari hasil R<sub>i</sub> dengan Uji-t adalah sebagai berikut :

$$t_0 = \{X_1 - X_2 / [(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2]^{0.5}\} [n_1 n_2 (n_1 + n_2 - 2) / (n_1 + n_2)]^{0.5}$$

Notasi dari perumusan tersebut adalah :

- $t_0$  = besarnya *t*-hitung
- $n_1$  = jumlah contoh sebelum *ex right date*
- $n_2$  = jumlah contoh sebelum *ex right date*
- $X_1$  = rata-rata *Ri* sebelum *ex right date*
- $X_2$  = rata-rata *Ri* sebelum *ex right date*
- $S_1$  = standar deviasi sebelum *ex right date*
- $S_2$  = standar deviasi sebelum *ex right date*

**Menghitung Standard Deviation (SD) dari Abnormal Return**

$$SD = \sqrt{\frac{(RTN_t - RRTN_y)^2}{(n - 1)}}$$

Notasi dari perumusan tersebut adalah :

- $RRTN_{it}$  = Rata-rata Abnormal Return saham pada hari ke-*t*
- $RTN_{it}$  = Abnormal Return sekuritas saham ke-*i* pada hari ke-*t*

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

**Obyek Penelitian**

Sebagaimana telah disebutkan pada bab sebelumnya bahwa jumlah emiten yang melakukan *right issue* selama tahun 2003 adalah berjumlah 11 perusahaan, sepuluh diantaranya akan digunakan sebagai sampel penelitian. Jumlah saham yang ditawarkan melalui *right issue* tersebut berjumlah 17.938.137.070 lembar saham, dengan dana yang terserap sebesar Rp 3,519.715 triliun. Untuk lebih lengkapnya dapat dilihat pada tabel 1. berikut ini :

**Tabel 1.**

**Sampel 10 Perusahaan yang *Right Issue* tahun 2003**

No	Company Names	Ratio (old new)	Shares Issued	Exercise Price/share (Rp)	Fund Raised (Rp million)	Cum Right Date	Ex Right Date
1	Astra International	13 : 7	1.428.823.107	1.000	1.428.823.000.000	09 Jan	10 Jan
2	Tirta Mahakam PI	4 : 1	156.000.000	125	19.500.000.000	04 Mar	05 Mar
3	Bank Victoria Int	1 : 1	423.146.016	100	42.315.000.000	06 Mar	07 Mar

4	Bank CIC Internasional	5 : 12	6.633.058.229	120	795.967.000.000	13 Mar	14 Mar
5	Bank Buana Indonesia	4 : 1	744.494.202	360	268.018.000.000	05 Mei	06 Mei
6	Bank Global Internasional	3 : 2	2.000.000.000	100	200.000.000.000	20 Mei	21 Mei
7	Sinar Mas Multi Artha	1 : 15	2.137.115.520	100	213.712.000.000	06 Jul	07 Jul
8	Asia Inti Selera	2 : 3	547.500.000	200	109.500.000.000	02 Nov	03 Nov
9	Trias Sentosa	10 : 3	648.000.000	185	119.880.000.000	19 Nov	20 Nov
10	Central Korporindo	1 : 28	3.220.000.000	100	322.000.000.000	14 Dec	15 Dec
Total			17.938.137.070		3.519.715.000.000		

*Sumber : dikutip dari JSX Statistics 2003*

### Hasil Perhitungan

Perbedaan harga bursa dengan harga teoritis ( $R_i$ ) merupakan hasil bagi antara selisih harga saham harian dan harga teori dengan harga teorinya tersebut. Berikut ini merupakan perhitungan memperoleh nilai  $R_i$ .

#### *Perhitungan Actual Daily Return*

Berikut ini contoh perhitungan *actual daily return* dari saham Astra International tbk (ASII), perumusannya adalah sebagai berikut :

$$\text{Act } (R_{it}) = \ln P_t / P_{t-1}$$

Contoh perhitungan :

$$P_{t-16} = 2.475 ; P_{t-15} = 2.425, \text{ maka :}$$

$$\text{Act } (R_{ASII}) = \ln 2.425/2.474 = -0.0088$$

Jadi *actual daily return* ASII pada hari t-15 adalah -0.00886 yang berarti pendapatan yang diperoleh oleh pemodal sebagai hasil investasi di ASII adalah sebesar -0.0088. Selanjutnya langkah dan cara yang sama juga dipakai dalam perhitungan *actual daily return* saham-saham yang lainnya.

#### *Perhitungan Harga Saham Teoritis ( $P_{theo}$ )*

Berikut ini contoh perhitungan ( $P_{theo}$ ) dari saham Astra International tbk (ASII), perumusannya adalah sebagai berikut :

$$(P_{theo}) = \frac{(Rp \times r) + (Rp \times s)}{r + s}$$

Contoh perhitungan :

$a = \text{Rp. } 2.325 \times 27 + (750 \times 18)$ ;  $b = \text{Rp. } 750$ , sehingga :

$$(P_{theo}) = \frac{(\text{Rp } 2.325 \times 27) + (\text{Rp } 750 \times 18)}{27 + 18} = \text{Rp. } 1.695,-$$

Dari contoh perhitungan diatas diketahui bahwa harga teoritis saham Astra International - ASII ( $P_{theo}$  ASII) adalah Rp.1.695,- Selanjutnya langkah dan cara yang sama juga dipakai dalam perhitungan harga teoritis saham-saham yang lainnya.

### ***Perbedaan Harga Teoritis dan Harga Bursa (Ri)***

Berikut ini contoh perhitungan perbedaan antara harga teoritis ( $P_{theo}$ ) dengan harga bursa ( $Ri$ ) dari saham Astra International Tbk (ASII), perumusannya adalah sebagai berikut :

$$(R_i) = \frac{P_t - P_{theo}}{P_{theo}}$$

Contoh perhitungan :

$P_{theo} = \text{Rp. } 2.425$ ;  $P_{theo} = \text{Rp. } 1.695$ , sehingga :

$$Ri = \frac{\text{Rp.}2.425 - \text{Rp.}1.695}{\text{Rp. } 1.695} = 0.37168$$

Jadi perbedaan harga bursa dengan harga teoritis ( $Ri$ ) saham Astra International Tbk (ASII) pada t-15 adalah sebesar 0.37168. Selanjutnya langkah dan cara yang sama juga dipakai dalam perhitungan saham-saham yang lainnya.

### ***Perhitungan Rata-rata Perbedaan antara Harga Bursa dan Harga Teoritis (ARi) per Hari untuk Semua Saham***

Hasil perhitungan  $Ri$  dari 10 saham pada t-15 secara lengkap dapat dilihat pada lampiran 1, dimana diperlihatkan bahwa saham Bank CIC International memiliki  $Ri$  terbesar yaitu 1.55682 sedangkan saham Bank Victoria memiliki  $Ri$  yang terendah sebesar 0.08039. Apabila dilihat rata-rata keseluruhan dari ke 10 saham tersebut pada t-15 diperoleh angka  $AR_i$  sebesar 0.58446, adapun hasil perhitungan selengkapnya dapat dilihat pada tabel : lampiran-1.

Dari hasil perhitungan diatas diperoleh bahwa nilai  $AR_i$  dari +15 sampai dengan -15 menunjukkan gejala penurunan atau mengecil, hal ini berarti harga saham yang terjadi di bursa semakin mengarah sesuai dengan harga teoritisnya.

### ***Perhitungan Return Market ( $R_m$ )***

Berikut ini contoh perhitungan *market return* ( $R_m$ ) dari saham Astra International Tbk (ASII), perumusannya adalah sebagai berikut :

$$(R_m) = \ln \text{IHSG}_t / \text{IHSG}_{t-1}$$

Contoh perhitungan :

$$\begin{aligned} \text{IHSG}_{t-114} &= 568,994 & / & \text{IHSG}_{t-115} = 565,564 \\ R_m &= \ln 565,564 / 568,994 = -0,00260 \end{aligned}$$

Jadi *return market* ( $R_m$ ) per hari pada t-115 adalah -0,00263, adapun perhitungan *return market* harian tersebut akan dilakukan dari hari t-115 sampai dengan t-15. Nilai  $R_m$  yang diperoleh akan menunjukkan angka yang bervariasi bisa positif maupun negatif tergantung pada fluktuasi seluruh harga saham harian.

### ***Perhitungan Beta***

Berikut ini contoh perhitungan *beta* ( $\beta_i$ ) dari saham Astra International Tbk (ASII), perumusannya adalah sebagai berikut :

$$(\beta_i) = \text{Cov} (R_{it}, R_m) / \text{Var} (R_m)$$

Contoh perhitungan :

$$\begin{aligned} \text{Cov} (R_{ASII}, R_m) &= 0,0000299439 \\ \text{Var} (R_m) &= 0,0000170003 \text{ sehingga :} \\ (\beta_{ASII}) &= \text{Cov} (R_{it}, R_m) / \text{Var} (R_m) \\ &= 0,0000299439 / 0,0000170003 \\ &= 1,76137 \end{aligned}$$

Beta saham tersebut merupakan suatu pengukur *volatilitas return* dari suatu sekuritas saham terhadap *return market*, dalam penelitian ini beta yang akan diperoleh bisa bernilai positif maupun negatif.

### ***Perhitungan Expected Return***

Berikut ini contoh perhitungan *expected return* saham Astra International Tbk (ASII), pada t-15 dengan perumusannya adalah sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Contoh perhitungan :

$$\begin{aligned}(R_m) \text{ return market pada } t-15 &= 0,00444 \\ R_f \text{ risk free rate SBI } 12,8\% &= 0,128 \\ \beta_{ASII} &= 1,76137, \text{ maka :} \\ E(R_i) &= 0,128 + 1,76137 * (0,00444 - 0,128) = -0,08963\end{aligned}$$

**Perhitungan Abnormal Return Saham per hari**

Berikut ini contoh perhitungan *abnormal return* saham Astra International Tbk (ASII), pada t-15 dengan perumusannya adalah sebagai berikut :

$$Ab(R_{it}) = Act(R_{it}) - E(R_{it})$$

Contoh perhitungan :

$$\begin{aligned}Act(R_{it}) &= \text{actual return saham ASII pada } t-15 = -0,00886 \\ E(R_{it}) &= \text{expected return saham ASII pada } t-15 = -0,08963, \text{ maka :} \\ Ab(R_{it}) &= -0,00886 - (-0,08963) = -0,09849\end{aligned}$$

Jadi *abnormal return* saham ASII pada t-15 adalah -0,09849 artinya investor akan mendapatkan *abnormal return* negatif jika berinvestasi pada saham ASII di hari ke t-15.

**Perhitungan Average Abnormal Return [(AAb(Rit))]**

Berikut ini contoh perhitungan *average abnormal return* dari 10 saham, pada t-15 dengan perumusannya adalah sebagai berikut :

$$AAb(R_{it}) = \sum_{t=+15}^{t-15} Ab(R_{it}) / N$$

Contoh perhitungan :

$$\begin{aligned}AAb(R_{it}) &= \{0,08067 + (-0,11749) + \dots + (-0,03339)\} / 10 \\ &= -0,06456\end{aligned}$$

Jadi *average abnormal return* [AAb(R<sub>it</sub>)] pada t-15 sebesar -0,06456, artinya investor akan mendapatkan *average abnormal return* negatif dari 10 saham tersebut pada hari ke t-15, Hasil perhitungan selengkapnya dapat dilihat pada ***tabel : lampiran 2.***

Nilai [AAb(R<sub>it</sub>)] dari 10 saham dalam penelitian ini pada periode kejadian (sebelum dan sesudah *ex right date*) ternyata menunjukkan nilai yang berfluktuasi dan tidak berpola.

***Perhitungan Cumulative Average Return Abnormal Return Portofolio [(CAAb(Rit.Nn))]***

Untuk dapat melihat perkembangan return keseluruhan yang diperoleh oleh investor selama periode kejadian, maka perlu dihitung *Cumulative Average Abnormal Return [(CAAb(Rit.Nn))]* Perumusannya adalah :

$$CAAb(Rit) = \sum_{t=+15}^{t+-15} AAb(R_n)$$

***Contoh perhitungan :***

[(CAAb(Rit.Nn))] pada hari t-15 dapat dihitung sebagai berikut :

[(CAAb(Rit.Nn))] = -0,06456 + (-0,07888) = -0,1434, dengan cara perhitungan yang sama dapat dihitung seluruh [(CAAb(Rit.Nn))] dimana hasil selengkapnya dapat dilihat pada tabel : lampiran 3.

**Hasil Uji Hipotesis**

***Hasil Uji Hipotesa I***

Pengujian hipotesa I dilakukan berdasarkan perbedaan harga bursa dengan harga teoritis yang seharusnya terjadi (Ri), selama 15 hari efektif sebelum *ex right date* dengan model hipotesa sebagai berikut :

H<sub>1</sub> : Harga bursa (harga saham yang sesungguhnya) berbeda dengan harga teoritisnya yang seharusnya terjadi

Rangkuman hasil perhitungan dengan menggunakan bantuan software program SPSS 9.0 dapat dilihat dalam tabel berikut ini :

**Tabel 2.**

**Perhitungan Statistik Uji-t Perbedaan Harga Bursa dengan Harga Teoritis (Ri) sebelum dan sesudah *ex right date*.**

Group	N	Df	t- observasi	Sig tailed	Std Deviation	95% confidence interval of the difference	
						Lower	Upper
Sebelum	15	28	104.041	0.00000	0.000006	5.10560	5.31068
Sesudah	15						

Tabel diatas menunjukkan bahwa nilai t = 104.041 dengan tingkat signifikansi dua arah 0.00000 (<0.05). Dengan demikian maka H<sub>0</sub> ditolak, hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata harga saham yang sesungguhnya (harga bursa) dengan rata-rata harga teoritis yang seharusnya terjadi (Ri) pada periode sebelum dan sesudah *ex right date*.

Tabel 3.

Hasil Uji-t pada emiten yang melakukan right issue tahun 1997 Pengujian dilakukan terhadap ada tidaknya Perbedaan Harga Bursa dengan Harga Teoritis (Ri) sebelum dan sesudah *ex right date*.

No	Nama Emiten	Significansi (0.05)
1	Astra International	Berbeda Nyata
2	Tirta Mahakam PI	Berbeda Nyata
3	Bank Victoria Int	Berbeda Nyata
4	Bank CIC Internasional	Berbeda Nyata
5	Bank Buana Indonesia	Tidak Beda Nyata
6	Bank Global Internasional	Berbeda Nyata
7	Sinar Mas Multi Artha	Tidak Beda Nyata
8	Asia Inti Selera	Berbeda Nyata
9	Trias Sentosa	Berbeda Nyata
10	Central Korporindo	Berbeda Nyata

Dapat dilihat dari tabel 3 diatas bahwa saham yang mempunyai signifikansi yang berbeda nyata mencapai 80%, dan saham yang mempunyai signifikansi tidak berbeda nyata hanya 20% yaitu saham Bank Buana Indonesia dan Sinar Mas Multi Artha yang merupakan saham dari sektor industri perbankan dan keuangan.

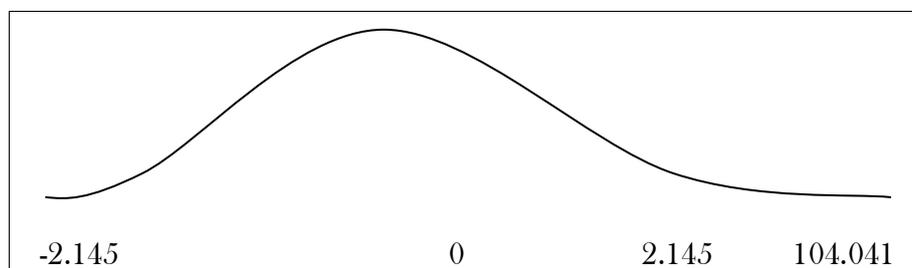
Selanjutnya dari tabel-tabel terdahulu dapat diperoleh data sebagai berikut :

$T_{\text{observasi}} = 104.041$ ,  $\alpha = 5\%$ ,  $df = (n_1 + n_2) - 2 = (15+15) - 2 = 28$

Sedangkan  $t_{\text{table}} = t_{\alpha/2}(df-2) = t_{0,025}(14) = 2.145$  sehingga :  $t_{\text{obs}} > t_{\text{table}}$

Maka :  $H_0$  ditolak, dan  $H_a$  diterima.

Jadi terdapat perbedaan antara harga saham dibursa dengan harga teoritisnya, sebelum dan sesudah *ex right date*.



*Daerah penolakan*

*Daerah penerimaan*

**Hasil Uji Hipotesa II**

Pengujian hipotesa I dilakukan berdasarkan pada data *abnormal return*  $Ab(R_{it})$ , pada 10 saham emiten yang dijadikan sampel penelitian, dengan model hipotesa sebagai berikut :

$H_2$  : Ada perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah adanya *ex right date*

Rangkuman hasil perhitungan dengan menggunakan bantuan software program SPSS 9.0 dapat dilihat dalam tabel berikut ini :

**Tabel 4.**  
Perhitungan Statistik Uji-t terhadap *abnormal return*  $Ab(R_{it})$  sebelum dan sesudah *ex right date*

Group	N	Df	t- observasi	Sig tailed	Std Deviation	95% confidence interval of the difference	
						Lower	Upper
Sebelum	15	28	2.098	0.00761	0.000006	0.0037	0.00521
Sesudah	15						

Dari tabel diatas diketahui bahwa nilai t hitung adalah sebesar 2,098 dengan tingkat signifikansi 0,0761 (>5%), secara dua arah df = 28, sehingga dengan demikian dapat disimpulkan bahwa :

$H_0$  diterima, yang berarti rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah *ex right date* tidak ada perbedaan.

**Tabel 5.**

Hasil Uji-t pada emiten yang melakukan *right issue* tahun 1997 Pengujian dilakukan terhadap ada tidaknya Perbedaan Abnormal Return [ $Ab(R_{it})$ ] sebelum dan sesudah *ex right date*.

No	Nama Emiten	Significansi (0.05)
1	Astra International	Tidak Berbeda Nyata
2	Tirta Mahakam PI	Tidak Berbeda Nyata
3	Bank Victoria Int	Tidak Berbeda Nyata
4	Bank CIC Internasional	Berbeda Nyata
5	Bank Buana Indonesia	Tidak Berbeda Nyata
6	Bank Global Internasional	Tidak Berbeda Nyata
7	Sinar Mas Multi Artha	Tidak Berbeda Nyata
8	Asia Inti Selera	Tidak Berbeda Nyata

9	Trias Sentosa	Tidak Berbeda Nyata
10	Central Korporindo	Tidak Berbeda Nyata

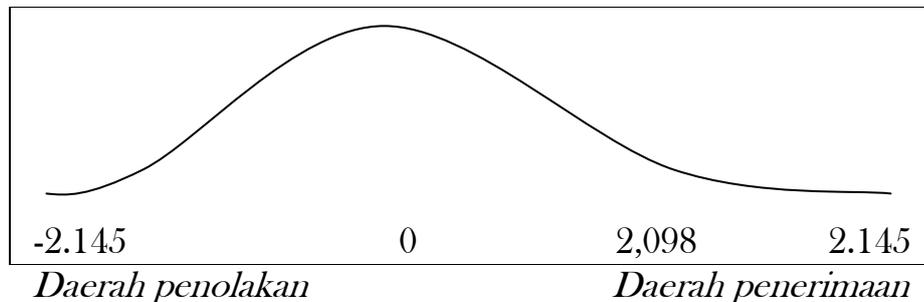
Dari tabel 5. diatas dapat diketahui bahwa saham yang mempunyai signifikansi ‘tidak berbeda nyata’ mencapai 90%, dan saham yang mempunyai signifikansi ‘berbeda nyata’ hanya 10% saja, yaitu saham Bank CIC International. Selanjutnya dari hasil perhitungan pada tabel IV.4. dapat disimpulkan sebagai berikut :

T observasi = 2,098,  $\alpha = 5\%$ ,  $df = (n1 + n2) - 2 = (15+15) - 2 = 28$

Sedangkan t-table =  $t_{\alpha/2(df-2)} = t_{0,025(28)} = 2.145$  sehingga :  $t\text{-obs} < t\text{-table}$

Maka :  $H_0$  diterima, dan  $H_a$  ditolak.

Jadi ‘tidak’ terdapat perbedaan besarnya *abnormal return*, sebelum dan sesudah *ex right date*.



### Analisis Hasil Penelitian

*Analisis Perbedaan Harga Saham yang Sesungguhnya dengan Harga Teoritis (Ri)*  
 Berdasarkan nilai t-hitung yang diperoleh dari pengujian hipotesa I terbukti bahwa right issue menghasilkan adanya perbedaan antara harga saham yang terjadi di bursa dengan harga teoritis yang seharusnya terjadi di pasar, sebelum dan sesudah *ex right date*. T hitung yang dihasilkan sebesar 104.041 dengan signifikansi 0,0013 ( $< 0,05$ ) maka *H<sub>0</sub>* ditolak.

Secara statistik terlihat perbedaan antara harga saham di bursa dengan harga teoritis yang semakin mengecil atau menurun, hasil ini menunjukkan bahwa harga saham di bursa semakin mengarah sesuai dengan harga teoritisnya. Hasil pengujian ini sesuai dengan studi yang pernah dilakukan oleh Marsh (1979) tentang *right issue* 98 emiten di United Kingdom.

Pada tabel 3. memperlihatkan bahwa dari hasil perhitungan ke 10 emiten terdapat 8 emiten dengan nilai signifikansi  $< 0,05$ , yang berarti tidak ada perbedaan antara harga bursa dan harga teoritis sebelum dan sesudah *ex right date*, sedangkan 2 emiten yang lain nilai signifikansinya  $> 0,05$  yaitu saham Bank

Buana Indonesia dan Sinar Mas Multi Artha yang berarti tidak ada perbedaan antara harga bursa dan harga teoritis sebelum dan sesudah *ex right date*.

#### *Analisis Abnormal Return [(Ab(R<sub>i</sub>)]*

Berdasarkan nilai t-hitung yang diperoleh dari pengujian hipotesa II dapat dinyatakan bahwa *abnormal return* tidak berbeda secara nyata, pada periode sebelum dan sesudah *ex right date* dimana t-hitung sebesar 2.098 dengan tingkat signifikansi 0,0761 (>5%) maka *H<sub>0</sub> diterima* yang berarti secara keseluruhan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh investor akibat adanya *right issue* 'tidak berbeda' secara signifikan sebelum dan sesudah *ex right date*. Hal ini disebabkan karena pasar segera memberikan respon yang negatif terhadap adanya *right issue* tersebut. Hasil ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Susiyanti dan Komaruddin (1998) mengenai pengaruh *right issue* dan *bonus shares* di Bursa Efek Jakarta, dimana keduanya digolongkan kedalam penelitian bentuk efisiensi pasar stengah kuat (*semi strong form efficiency*).

Reaksi selama 15 hari sebelum *ex right date* menunjukkan adanya kebocoran informasi publik (leakage) di pasar. Sehingga pasar sudah mulai bereaksi jauh hari sebelum  $t_0$ . Keadaan tersebut juga dapat ditafsirkan sebagai adanya penyebaran informasi dengan tidak simetris (*asymmetric information*), karena sebagian pelaku pasar telah mengetahui adanya rencana pengumuman *right issue* dan pasar mulai bereaksi sejak  $t-15$ .

## PENUTUP

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka dapat diambil beberapa kesimpulan pertama, sesuai dengan hipotesa alternatif (*H<sub>a</sub>*) pada hipotesa I, diketahui bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara harga saham yang terjadi di bursa dengan harga teoritis yang seharusnya terjadi sebelum dan sesudah *ex right date*.

Kedua, sesuai dengan hipotesa nihil (*H<sub>0</sub>*) pada hipotesa II dalam penelitian ini disimpulkan bahwa *abnormal return* yang diperoleh sebelum dan sesudah *ex right date* tidak mengalami perbedaan yang signifikan. Variabel harga saham yang dicerminkan oleh rata-rata *return* yang diterima investor ternyata mampu menyesuaikan diri terhadap pengaruh *right issue*. Nilai rata-rata *abnormal return* yang negatif menunjukkan indikasi penyebaran informasi yang bersifat asimetris.

### Saran

Secara umum hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa investor semakin sensitif mencermati munculnya berbagai informasi yang relevan,

termasuk adanya informasi yang berkaitan dengan *right issue* dari emiten tertentu. Berikut ini saran berkaitan dengan hasil penelitian ini :

Pada penelitian berikutnya perlu dilakukan penelitian dengan bentuk model dari pengaruh *right issue* di Bursa Efek Jakarta dengan memasukkan variabel independen misalnya *variance* saham, likuiditas, *size* dan sebagainya.

### **Keterbatasan Penelitian**

Waktu periode pengamatan sebaiknya dilakukan dengan rentang waktu yang lebih lama sebelum adanya pengumuman *right issue*. Selama periode tahun 2003 ternyata hanya 11 emiten yang melakukan *right issue* sehingga diperoleh hasil akhir penelitian yang kurang akurat dan cermat untuk mengamati fenomena pengaruh *right issue* terhadap perilaku pasar terutama fluktuasi harga saham dan *abnormal return* yang mungkin terjadi.

### **Implikasi**

- (1) Untuk perusahaan yang memerlukan dana segar, sebaiknya perlu mempertimbangkan untuk mencari sumber pendanaan lainnya seperti *debt financing*, karena berdasarkan hasil penelitian ini ternyata *right issue (equity financing)* telah direspon negatif oleh pasar, dimana hal ini dibuktikan dengan menurunnya harga saham setelah *right issue*.
- (2) Bagi para investor yang akan menanamkan modal melalui *right issue* sebaiknya lihat dan cermati dahulu *performance* perusahaan emiten yang menerbitkan *right* tersebut, sehingga investor diharapkan dapat terhindar dari kerugian fatal dan memperoleh *capital gain* dari investasinya itu.
- (3) Bagi Bapepam, diperlukan pengetatan peraturan dan perundang-undangan mengenai *right issue* yang bertujuan untuk lebih memberikan perlindungan kepada investor, seperti jangka waktu yang wajar bagi emiten untuk diperkenankan melakukan *right issue* setelah IPO, laporan realisasi penggunaan dana hasil *right issue*, dan pencegahan rekayasa yang dilakukan oleh emiten.

### **DAFTAR PUSTAKA**

Charles P. Jones, *Investment Analysis and Management*, 6<sup>th</sup> edition, John Willey and Sons, Inc, New York.

Elton, J.Edwin dan J.Martin Gruber (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Willey & Sons, Inc., New York.

Francis, Jack Clark (1983), *Management of Investment*, Second Edition, Mc Graw-Hill Company, Singapore

- Frank J.Fabozzi (1995), *Investment Management*, Prentice Hall, Inc, New Jersey
- Gitman, Lawrence J, dan Johnik, Michael D. (1990), *Fundamental of Investing*, Harper dan Row Publisher Inc, New York.
- Hanafi, Mamduh M, Husnan, Suad dan Amin Wibowo (1996) “Dampak pengumuman laporan keuangan terhadap kegiatan perdagangan saham dan variabilitas tingkat keuntungan”, *Kelola No.II/V/1996*, Jakarta.
- Husnan, Suad (1993), *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta .
- Jogiyanto, HM (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE Yogyakarta
- Komaruddin, Susiyanti, (1998), Analisis Perilaku Harga Saham saat *Right Issue* di BEJ, Papaer - MM Usahid, Jakarta.
- Sharpe, William F., Gordon J.Alexander and Van Bailey (1995), *Investments*, Prentice Hall, New York.

**Lampiran 1**  
Daftar Perbedaan Harga Saham di Bursa dan Harga Teoritis (Ri)

	SHM 1	SHM2	SHM3	SHM4	SHM5	SHM6	SHM7	SHM8	SHM9	SHM10	AR.i
t-15	0.43068	0.68000	0.08039	1.55682	0.48571	0.17688	0.56818	0.16584	0.94325	0.75234	0.58446
t-14	0.40118	0.68325	0.01143	0.34248	0.16324	0.68325	0.45212	0.74652	0.29654	0.45212	0.47709
t-13	0.34248	0.68456	0.08236	0.28546	0.12354	0.68456	0.46387	0.74658	0.32568	0.46387	0.48958
t-12	0.28546	0.68697	0.28546	0.29654	0.09456	0.68697	0.47965	0.74356	0.68245	0.47965	0.48523
t-11	0.29654	0.68954	0.29654	0.28421	0.00472	0.68954	0.48623	0.80324	0.67264	0.48623	0.46215
t-10	0.28421	0.68425	0.28421	0.31225	0.04325	0.68425	0.51234	0.05624	0.74652	0.51234	0.46951
t-9	0.31225	0.74365	0.31225	0.32568	0.02465	0.74365	0.49657	0.14652	0.74658	0.49657	0.46345
t-8	0.32568	0.68245	0.32568	0.68245	0.03245	0.05624	0.47562	0.26354	0.74356	0.26354	0.45212
t-7	0.28625	0.67264	0.28625	0.67264	0.06254	0.14652	0.14652	0.32658	0.80324	0.32658	0.46387
t-6	0.31235	0.74652	0.45212	0.74652	0.74658	0.26354	0.26354	0.32698	0.05624	0.32698	0.47965
t-5	0.32562	0.74658	0.46387	0.74658	0.74356	0.07965	0.32658	0.32798	0.00472	0.32798	0.48623
t-4	0.35124	0.74356	0.47965	0.74356	0.80324	0.09654	0.32698	0.32115	0.04325	0.28421	0.51234
t-2	0.35324	0.80324	0.48623	0.80324	0.05624	0.16324	0.32798	0.30215	0.02465	0.31225	0.49657
t-1	0.37524	0.05624	0.51234	0.05624	0.14652	0.12354	0.28421	0.29785	0.03245	0.32568	0.47562
t-0	0.07965	0.14652	0.49657	0.14652	0.26354	0.09456	0.31225	0.29875	0.06254	0.68245	0.06534
t+1	0.09654	0.26354	0.47562	0.06534	0.32658	0.00472	0.32568	0.26345	0.12356	0.67264	0.09654
t+2	0.16324	0.32658	0.06534	0.09654	0.32698	0.04325	0.68245	0.17654	0.06542	0.74652	0.11235
t+3	0.12354	0.32698	0.32568	0.11235	0.32798	0.02465	0.67264	0.26354	0.07865	0.74658	0.13654
t+4	0.09456	0.32798	0.68245	0.13654	0.16324	0.47965	0.74652	0.26987	0.80324	0.74356	0.14325
t+5	0.00472	0.32115	0.67264	0.14325	0.12354	0.48623	0.74658	0.32568	0.05624	0.47562	0.15324
t+6	0.04325	0.30215	0.74652	0.15324	0.09456	0.51234	0.74356	0.68245	0.14652	0.06534	0.15988
t+7	0.02465	0.30654	0.74658	0.15988	0.00472	0.49657	0.80324	0.67264	0.26354	0.32568	0.17564
t+8	0.03245	0.29654	0.74356	0.17564	0.04325	0.47562	0.05624	0.74652	0.32658	0.68245	0.18654
t+9	0.06254	0.29785	0.80324	0.18654	0.02465	0.06534	0.14652	0.74658	0.32698	0.67264	0.16325
t+10	0.12356	0.29875	0.05624	0.16325	0.74658	0.32568	0.48623	0.74356	0.32798	0.74652	0.14325
t+11	0.06542	0.26345	0.14652	0.14325	0.74356	0.68245	0.51234	0.80324	0.32798	0.74658	0.11369
t+12	0.07865	0.17654	0.16324	0.11369	0.80324	0.67264	0.49657	0.05624	0.32115	0.04325	0.11235
t+13	0.06534	0.26354	0.12354	0.11235	0.06542	0.13654	0.47562	0.06534	0.30215	0.02465	0.00000
t+14	0.06198	0.26987	0.09456	0.68245	0.07865	0.14325	0.26987	0.09654	0.30654	0.74658	0.13027
t+15	0.03245	0.01850	0.14791	0.19318	0.02875	0.46591	0.02083	0.10245	-0.03704	0.74356	0.12244
Com	5.83496	13.50993	10.84899	10.63868	7.69604	10.38777	13.10753	11.88812	9.9238	14.67496	8.812445
AARi	0.194499	0.450331	0.361633	0.354623	0.256535	0.346259	0.436918	0.396271	0.330793	0.489165	0.2937482

SHM1 Astra International tbk  
 SHM2 Tirta Mahakam  
 SHM3 Bank Victoria  
 SHM4 Bank CI  
 SHM5 Bank Buana Indonesia

SHM6 Bank Global Internasional  
 SHM7 Sinar Mas Multi Artha  
 SHM8 Asia Inti Selaras  
 SHM9 Trias Sentosa  
 SHM10 Cntral Korporindo

**Lampiran 2**

Daftar Harga Saham Periode Kejadian, Harga Teoritis, Actual Return, Expected Return dan Abnormal Return Saham (ASII)

	Date	Price	IHSG	Rm	Act (Ri)ASII	P(theo)	Ri	E(Rit)	Ab(Rit)
t-16	6/12/02	2475	628.123						
t-15	9	2425	634.576	0.00904	-0.00886	1.695	0.43068	-0.08953	0.08067
t-14	10	2375	626.356	-0.01295	-0.00905	1.695	0.40118	-0.10692	0.09787
t-13	11	2275	626.574	0.00035	-0.00089	1.695	-1.56250	-1.61682	-0.61682
t-12	12	2225	627.899	0.00211	0.00088	1.695	-0.78125	-0.83557	0.16443
t-11	13	2175	624.458	-0.00548	-0.00671	1.695	-0.78125	-0.83557	0.16443
t-10	16	2100	623.614	-0.00135	-0.00259	1.695	-1.17188	-1.22620	-0.22620
t-9	17	2175	623.805	0.00031	-0.00093	1.695	1.17188	1.11755	2.11755
t-8	18	2200	629.452	0.00905	0.00782	1.695	0.39063	0.33630	1.33630
t-7	19	2175	629.345	-0.00017	-0.00140	1.695	-0.39063	-0.44495	0.55505
t-6	20	2225	632.656	0.00526	0.00403	1.695	0.78125	0.72693	1.72693
t-5	23	2250	633.076	0.00066	-0.00057	1.695	0.39063	0.33630	1.33630
t-4	24	2300	632.546	-0.00084	-0.00207	1.695	0.78125	0.72693	1.72693
t-2	26	2300	632.885	0.00054	-0.00070	1.695	0.00000	-0.05432	0.94568
t-1	27	2325	637.255	0.0069	0.00567	1.695	0.39063	0.33630	1.33630
t-0	2/1/03	2325	638.103	0.00133	0.00010	1.695	0.00000	-0.05432	0.94568
t+1	3	1825	646.194	0.01268	0.01145	1.695	-7.81250	-7.86682	-6.86682
t+2	6	1850	653.258	0.01093	0.00970	1.695	0.39063	0.33630	1.33630
t+3	7	1975	660.367	0.01088	0.00965	1.695	1.95313	1.89880	2.89880
t+4	8	1900	662.205	0.00278	0.00155	1.695	-1.17188	-1.22620	-0.22620
t+5	9	1850	657.433	-0.00721	-0.00844	1.695	-0.78125	-0.83557	0.16443
t+6	10	1975	657.868	0.00066	-0.00057	1.695	1.95313	1.89880	2.89880
t+7	13	1900	656.093	-0.0027	-0.00393	1.695	-1.17188	-1.22620	-0.22620
t+8	14	1850	656.653	0.00085	-0.00038	1.695	-0.78125	-0.83557	0.16443
t+9	15	1775	658.701	0.00312	0.00188	1.695	-1.17188	-1.22620	-0.22620
t+10	16	1725	663.974	0.00801	0.00677	1.695	-0.78125	-0.83557	0.16443
t+11	17	1750	674.129	0.01529	0.01406	1.695	0.39063	0.33630	1.33630
t+12	20	1800	680.881	0.01002	0.00878	1.695	0.78125	0.72693	1.72693
t+13	21	1875	686.115	0.00769	0.00645	1.695	1.17188	1.11755	2.11755
t+14	22	1800	684.982	-0.00165	-0.00289	1.695	-1.17188	-1.22620	-0.22620
t+15	23	1875	578.909	-0.15486	-0.15609	1.695	1.17188	1.11755	2.11755

Contoh Perhitungan : Saham Astra International tbk (ASII)

**Lampiran-3**  
Tabel Average Abnormal Return [AAB(Rit)]  
Saham Emiten Right Issue 2003

No	Nama Emiten	Abnormal Return [Ab(Rit)]
1	Astra International	0.08067
2	Tirta Mahakam PI	-0.11794
3	Bank Victoria Int	0.03569
4	Bank CIC Internasional	-0.01280
5	Bank Buana Indonesia	-0.02996
6	Bank Global Internasional	-0.09574
7	Sinar Mas Multi Artha	0.02435
8	Asia Inti Selera	-0.11407
9	Trias Sentosa	-0.11157
10	<b>Central Korporindo</b>	-0.03339

*Sumber : Data yang diolah SPSS*

**Lampiran-4**

Tabel Cumulative Average Abnormal Return Portofolio [CAAb( $R_{itNn}$ )]  
dan Cumulative Average Abnormal Return [AAb( $R_{it}$ )]  
Saham

	AAb( $R_{it}$ )	CAAb( $R_{itNn}$ )
t-15	-0.06456	-0.06456
t-14	-0.07888	-0.01435
t-13	-0.06210	-0.02055
t-12	-0.06475	-0.02715
t-11	-0.06993	-0.03350
t-10	-0.06398	-0.04065
t-9	-0.06579	-0.04658
t-8	-0.06421	-0.05321
t-7	-0.06541	-0.05996
t-6	-0.07031	-0.06675
t-5	-0.04562	-0.07386
t-4	-0.06430	-0.08456
t-3	-0.06772	-0.08895
t-2	-0.06523	-0.09178
t-1	-0.01895	-0.09793
t-0	-0.06731	-1.16252
t+1	-0.06458	-1.24566
t+2	-0.06324	-1.31565
t+3	-0.06981	-1.38654
t+4	-0.07985	-1.44599
t+5	-0.06564	-1.51553
t+6	-0.07354	-1.58965
t+7	-0.06652	-1.64982
t+8	-0.06852	-1.72580
t+9	-0.07751	-1.79655
t+10	-0.07698	-1.85646
t+11	-0.05234	-1.92655
t+12	-0.08521	-2.00958
t+13	-0.07950	-2.06159
t+14	-0.07446	-2.13652
t+15	-0.07294	-2.20866

Emiten *Right Issue* 2003

Sumber : Data yang diolah SP