

FAKTOR-FAKTOR PENENTU REAKSI HARGA SAHAM SEBAGAI DAMPAK PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE*

Merna Surjadi
Dosen Universitas Bunda Mulia

ABSTRACT *The objective of this research is to analyze factors explaining the stock price reaction as effect of right issue. This paper examines 49 companies where announce right issue in Jakarta Stock Exchange during June 1997 to December 1999. Dependent variable is Cumulative Abnormal Return (CAR). Price Book Value (PBV), Debt Equity Ratio (DER), ratio of amount of new equity's share to outstanding share (RBL), and ratio of offer price to closing price one month prior to effective date (OFFER) are used as independent variable. The analysis show DER and RBL have negative coefficient which statistically significant at the 0,05 level. PBV and OFFER have statistically insignificant coefficient.*

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan wahana sektor keuangan di luar perbankan dan lembaga pembiayaan lainnya yang dapat menjadi sarana untuk menjembatani kepentingan antara investor sebagai pemilik modal dan emiten sebagai pihak yang memerlukan dana. Di pasar modal inilah kepentingan yang timbal balik antara kedua belah pihak dipertemukan, diakomodasi, dan diatur agar masing-masing pihak memperoleh manfaat yang optimal.

Bagi investor, investasi di pasar modal mempunyai daya tarik likuiditas, yaitu sekuritas dapat diperjual-belikan dengan segera dan investor dapat melakukan reposisi investasinya setiap saat. Dengan demikian terbuka kesempatan bagi investor untuk melakukan diversifikasi pada investasi yang dianggapnya paling layak. Sedangkan bagi emiten, pasar modal dapat menjadi sarana untuk memperoleh tambahan dana yang mereka perlukan dengan cepat dan murah. Karena dana dapat dihimpun dari masyarakat dalam jumlah besar dan emiten tidak dibebani dengan beban finansial yang tetap berupa angsuran pinjaman beserta bunganya.

Kepentingan yang timbal balik antara investor dan emiten tersebut menyebabkan apapun *corporate action* yang akan dilaksanakan perusahaan akan diantisipasi oleh investor, karena investor berkepentingan dengan investasi mereka. Pihak emiten sendiri biasanya berusaha keras mencari *timing* yang tepat dan mempersiapkan diri dengan baik agar *corporate action* yang kelak dilaksanakan mendapatkan tanggapan positif dari para investor.

Salah satu *corporate action* yang dilaksanakan perusahaan adalah penawaran umum terbatas atau yang dikenal dengan sebutan *right issue* (untuk seterusnya dalam penelitian ini akan digunakan istilah *right issue*). Menurut Damodaran (2001;529) *right issue* adalah penerbitan *rights* oleh emiten yang dapat dipergunakan oleh para pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga penawaran saham baru yang umumnya lebih rendah dari harga pasar saham yang beredar. Jadi *right issue* merupakan penawaran saham setelah *go public* di mana pemegang saham lama diberikan hak untuk memesan terlebih dahulu agar dapat mempertahankan proporsi kepemilikannya di perusahaan tersebut.

Hasil-hasil dari penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya reaksi harga saham yang diukur dalam bentuk *return* saham menunjukkan hasil yang beragam. Oleh karena itu penelitian mengenai *right issue*, khususnya berkaitan dengan krisis moneter yang terjadi di Indonesia pada pertengahan tahun 1997 perlu dan menarik untuk dilakukan karena periode tersebut merupakan awal dari krisis ekonomi di Indonesia. Pada masa tersebut informasi tersebar dengan cepat dan setiap individu selalu berusaha mencari informasi dan meresponnya. Di samping itu pada masa krisis tersebut *right issue* menjadi alternatif *external financing* perusahaan yang paling efektif dan efisien. Karena tingkat suku bunga pinjaman tinggi maka sumber pembiayaan ekuitas lebih baik.

1.2 Perumusan Masalah

Mengacu kepada penelitian-penelitian sebelumnya, maka yang menjadi masalah dalam penelitian ini adalah:

- 1) Apakah variabel PBV mempengaruhi CAR pada periode selama krisis ekonomi.

- 2) Apakah variabel DER mempengaruhi CAR pada periode selama krisis ekonomi.
- 3) Apakah variabel RBL mempengaruhi CAR pada periode selama krisis ekonomi.
- 4) Apakah variabel OFFER mempengaruhi CAR pada periode selama krisis ekonomi.

1.3 Tujuan Penelitian

Yang menjadi tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Mempelajari pengaruh variabel PBV terhadap CAR dalam periode selama krisis ekonomi.
- 2) Mempelajari pengaruh variabel DER terhadap CAR dalam periode selama krisis ekonomi.
- 3) Mempelajari pengaruh variabel RBL terhadap CAR dalam periode selama krisis ekonomi.
- 4) Mempelajari pengaruh variabel Offer terhadap CAR dalam periode selama krisis ekonomi.

II. TINJAUAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Teoritis

Right Offering yang disebut juga *right issue*, dikenal di Indonesia dengan sebutan penawaran umum terbatas adalah penawaran saham tambahan di mana emiten menerbitkan *rights* yang dapat digunakan oleh para pemegang saham lama untuk membeli saham baru tersebut dengan harga yang spesifik (Emery,2004;555). *Rights* yang diberikan kepada pemegang saham lama merupakan hak istimewa (*preemptive right*) yang tercantum dalam anggaran dasar perusahaan.

Preemptive right adalah hak istimewa yang diberikan kepada para pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang dikeluarkan perusahaan sejumlah proporsi kepemilikannya dalam perusahaan (Horne,2002;570). Dengan adanya *preemptive right* tersebut, maka emiten akan melindungi proporsi kepemilikan dari para pemegang saham lama sehingga mereka mempunyai kekuasaan yang tetap sama untuk turut berperan menentukan arah kebijaksanaan perusahaan seperti sebelum emiten melaksanakan *right issue*. Dengan hak

istimewa tersebut pemegang saham lama dapat melakukan tiga pilihan tindakan yaitu:

- a) mempergunakan haknya
- b) menjual haknya
- c) tidak melakukan tindakan apapun hingga hak (*right*) kadaluwarsa

Hasil-hasil penelitian terdahulu yang meneliti mengenai faktor-faktor yang menyebabkan terjadinya reaksi harga saham yang diukur dalam bentuk return saham menunjukkan hasil yang beragam. Penelitian yang dilakukan di luar negeri antara lain dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1986) menemukan bukti bahwa variabel bebas berupa *cumulative abnormal return* saham selama sebelas bulan sebelum pengumuman *right issue* berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel terikat CAR. Sedangkan Masulis dan Korwar (1986) menyimpulkan hasil penelitiannya bahwa variabel bebas berupa *cumulative market return* selama 60 hari sebelum tanggal pengumuman berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel terikat CAR. Sebaliknya variabel bebas *cumulative stock return* selama 60 hari sebelum tanggal pengumuman berpengaruh negatif dan signifikan. Hasil penelitiannya Tsangarakis (1996) menemukan bahwa variabel bebas yang berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat CAR adalah *invest*, *variance* dan *market* dimana ketiganya berpengaruh positif.

Di Indonesia penelitian mengenai *Right Issue* antara lain dilakukan oleh Widjaja (2000) melakukan penelitian yang dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi respon pasar secara signifikan adalah variabel diskon, tujuan penggunaan dana, dan kelompok industri emiten dimana ketiganya berpengaruh positif. Di lain pihak, dari hasil penelitian Sari (2000) dapat disimpulkan sebagai berikut: variabel *spread* memiliki hubungan positif dan signifikan dengan variabel terikat CAR, sedangkan variabel *ratio* mempunyai hubungan positif namun kurang signifikan. Sebaliknya variabel *subspr* memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan variabel terikat CAR. Hasil penelitian Masrurroh (2000) menyimpulkan: variabel bebas yang mempengaruhi CAR secara signifikan untuk $t = 0$ adalah tanggal pengumuman yaitu variabel *offer* dan *liquid* di mana keduanya berpengaruh secara negatif. Bila $t = 0$ merupakan tanggal *ex right* terdapat hasil: variabel bebas yang mempengaruhi CAR secara signifikan adalah *invest*, *offer*,

liquid, di mana ketiganya mempengaruhi CAR secara negatif dan *market* berpengaruh positif. Safitringrum (2004), melakukan penelitian di mana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pada saat pengumuman *right issue* faktor diskon mempengaruhi respon pasar secara negatif dan signifikan.

2.2 Pengembangan Hipotesis

2.2.1 Price Book Ratio (PBV)

PBV merupakan salah satu rasio pasar. Rasio pasar memberikan indikasi bagi manajemen perusahaan tentang apa yang dipikirkan investor mengenai kinerja perusahaan di masa lalu dan prospek perusahaan di masa mendatang (Brigham dan Gapenski, 1991; 883). Jika $PBV > 1$ berarti investor rela untuk membayar harga saham lebih besar dari harga bukunya. Keadaan ini menunjukkan investor di pasar modal yakin bahwa perusahaan memiliki prospek yang menjanjikan di masa mendatang. Maka dalam pelaksanaan *right issue*, semakin tinggi nilai PBV yang dimiliki oleh emiten akan diikuti dengan semakin meningkatnya *return* saham, karena mendapat respon positif dari para investor.

Dari uraian di atas maka dibangun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1 : PBV berpengaruh positif terhadap reaksi harga saham yang diukur dengan CAR.

2.2.2 Debt Equity Ratio (DER)

DER yang merupakan salah satu dari rasio *leverage*, menunjukkan komposisi *debt* terhadap *equity*. Nilai DER yang lebih besar dari satu menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan *debt* sebagai sumber pembiayaan yang lebih besar dibandingkan dengan *equity*. *Debt* sebagai sumber pembiayaan mempunyai keburukan dan kebaikan bagi suatu perusahaan.

Menurut Emery (2004; 77), semakin besarnya *debt* akan mengakibatkan saham lebih berisiko karena meningkatnya *financial distress*. Dengan demikian emisi saham baru, termasuk *right issue*, akan menimbulkan reaksi harga saham yang negatif. Hal ini terjadi karena investor akan mempunyai analisis bahwa emiten yang memiliki DER yang tinggi akan menggunakan dana dari *right issue* untuk menyelesaikan kesulitan keuangan yang dihadapinya sehingga peluang

earning emiten akan meningkat sangat kecil dan adanya dividen bagi investor tidak dapat dipastikan. Pendapat yang hampir sama dikemukakan oleh Damodaran (2002;706) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *debt ratio* yang tinggi akan membayar dividen lebih rendah. Hal ini disebabkan perusahaan sudah berkomitmen untuk lebih mendahulukan menggunakan *cash flow* bagi pembayaran *debt*.

Sedangkan menurut *pecking order theory*, investor akan merespon negatif terhadap *right issue* yang dilaksanakan oleh emiten yang memiliki DER yang tinggi. Hal ini disebabkan DER yang tinggi menurut *pecking order theory* sebenarnya merupakan hal yang baik karena investor akan menganggap saham perusahaan *undervalue* sehingga lebih memilih *debt* sebagai sumber pembiayaan. Akan tetapi bila DER sudah tinggi dan emiten akan melaksanakan *right issue*, maka akan mengindikasikan terjadinya *earning* dan *cash flow* yang buruk akibat ketidakmampuan perusahaan memelihara *financial slack*.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dibangun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 2 : DER berpengaruh negatif terhadap reaksi harga saham yang diukur dengan CAR.

2.2.3 Ratio Jumlah Lembar Saham Baru Terhadap yang Lama (RBL)

Price pressure effect menyatakan bahwa akibat dari slope kurva permintaan saham yang negatif maka penambahan jumlah saham akan semakin menekan harga saham. Implikasinya, emisi saham baru, termasuk *right issue*, akan menyebabkan penurunan harga saham. Maka *price pressure effect* memprediksi *right issue* akan direspon negatif oleh para investor.

Berdasarkan uraian tersebut dibangun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 3 : RBL berpengaruh negatif terhadap reaksi harga saham yang diukur dengan CAR

2.2.4 Variabel Offer

Pendapat dari Heinkel dan Schwartz (1986) yang dikutip oleh Tsangarakis (1996) berpendapat bahwa harga emisi saham baru merupakan salah satu sumber

informasi yang berharga. Hal ini disebabkan harga tersebut sudah dipertimbangkan dengan seksama oleh emiten dengan maksud untuk mencegah kegagalan emisi saham baru yang akan menyebabkan kerugian. Oleh sebab itu emiten perlu menghitung dengan cermat berapa penurunan harga terbaik dari harga pasar saham sekarang yang akan diberlakukan bagi harga emisi saham baru agar risiko kegagalan dapat dihindari.

Selanjutnya Heinkel dan Schwartz (1986) menyatakan investor juga mempunyai analisis yang sama dengan apa yang menjadi pertimbangan emiten dalam menetapkan harga penawaran saham baru dan menyimpulkan kualitas perusahaan akan tercermin melalui harga dari emisi saham baru tersebut. Maka semakin besar penurunan harga emisi saham baru dari harga pasar saham sekarang, akan direspon oleh para investor dengan penurunan harga pasar saham yang semakin besar pula.

Merujuk pendapat dari Heinkel dan Schwartz, *right issue* dengan harga emisi saham yang jauh lebih rendah dibandingkan dengan harga pasar saham sekarang akan direspon negatif oleh investor.

Dari uraian tersebut dibangun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 4 : Offer berpengaruh positif terhadap reaksi harga saham yang diukur dengan CAR.

III. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Metode Pengambilan Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder baik yang berbentuk kuantitatif maupun kualitatif.

3.2 Sampel Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel berupa seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ yang menerbitkan *right* semenjak 1 Juni 1997 sampai dengan 31 Desember 1999. Untuk penelitian ini, sampel sejumlah 75 emiten, hanya 47 emiten yang dijadikan sebagai sampel penelitian. Pemilihan sampel berdasarkan atas kriteria sebagai berikut:

- 1) *right issue* telah efektif

- 2) pelaksanaan *right issue* tidak digabungkan atau bersamaan dengan pemberian dividen atau pemberian instrumen pasar modal lainnya seperti *warrant* dan atau *convertible bond*.

3.3 Pengukuran Variabel

Penelitian ini menganalisis pengaruh dari keempat faktor yang menyebabkan timbulnya reaksi harga saham terhadap *right issue*. Untuk maksud tersebut penelitian dilakukan dengan menggunakan suatu *multiple regression analysis* di mana CAR (*Cumulative Abnormal Return*) sebagai variabel terikat dan sebanyak empat faktor yaitu PBV, DER, RBL, dan OFFER sebagai variabel bebasnya.

3.3.1 Pengukuran *Abnormal Return*

Abnormal return diukur dengan menggunakan pendekatan *market model method*. Metode ini banyak digunakan karena risiko dihubungkan dengan *return* pasar.

1) *Market Model*

Market model dipergunakan untuk mengestimasi *return* setiap saham pada suatu waktu tertentu. Adapun rumus *Market Model* sebagai berikut:

$$R_t = a + b R_{mt} + \epsilon_t \quad \dots\dots\dots(3.1)$$

Keterangan:

R_t = *return* saham pada waktu t

R_{mt} = *return* pasar pada waktu t

ϵ_t = *error term*

Pada penelitian ini, model tersebut mengalami penyesuaian dengan memasukkan unsur *return* dari nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika. Penyesuaian ini dilakukan berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Hermanto (1998) yang dikutip oleh Sari (2000), bahwa harga saham di Bursa Efek Jakarta tidak hanya dipengaruhi oleh imbal hasil di pasar modal tetapi secara signifikan juga dipengaruhi oleh imbal hasil pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika.

Secara matematis pendekatan *market model* tersebut dapat dijabarkan dalam persamaan sebagai berikut:

$$R_t = a_t + b_{1t} R_{mt} + b_{2t} R_{kt} + \varepsilon_t \quad \dots\dots\dots(3.2)$$

Keterangan:

R_t = *return* saham pada waktu t

R_{mt} = *return* pasar pada waktu t

R_{kt} = *return* kurs pada waktu t

a_t = rata-rata *return* selama periode tersebut yang tidak dijelaskan oleh pasar

b_{1t} = mengukur sensitivitas saham terhadap pasar

b_{2t} = mengukur sensitivitas saham terhadap kurs nilai rupiah terhadap dollar Amerika

ε_t = *error term*

Masing-masing variabel diukur dengan cara sebagai berikut:

a) Mengukur *return* saham perusahaan i pada waktu t

$$R_{it} = \frac{IHSI_{it} - IHSI_{it-1}}{IHSI_{it-1}} \quad \dots\dots\dots(3.3)$$

Keterangan:

R_t = *return* saham pada hari ke-t

$IHSI_t$ = indeks harga saham individual perusahaan pada hari ke-t

$IHSI_{t-1}$ = indeks harga saham individual perusahaan pada hari sebelumnya (t-1)

b) Menghitung *return* pasar pada waktu t

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad \dots\dots\dots(3.4)$$

Keterangan:

R_{mt} = *return* pasar pada hari ke-t

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan pada penutupan hari ke-t

$IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan pada penutupan hari sebelumnya (t-1)

c) Mengukur *return* kurs pada waktu t

$$R_{kt} = \frac{\text{Kurs } t - \text{Kurs } t-1}{\text{Kurs } t-1} \dots\dots\dots(3.5)$$

Keterangan:

R_{kt} = *return* kurs pada hari ke-t

Kurs t = nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika pada hari ke-t

Kurs t -1 = nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika pada hari sebelumnya
(t-1)

Untuk memperoleh parameter a_1 , b_{1t} , dan b_{2t} dari persamaan (4.2) dilakukan regresi untuk setiap perusahaan selama periode $t = - 50$ sampai $t = - 21$, dengan $t = 0$ merupakan tanggal efektif dan t merupakan hari bursa. Nilai a_1 , b_{1t} , dan b_{2t} yang dihasilkan dari regresi tersebut, akan digunakan untuk menghitung *expected return* saham setiap perusahaan pada tiap-tiap hari selama periode jendela.

2) Expected Return

Expected return merupakan *return* yang diperkirakan terbentuk apabila tidak terdapat peristiwa *right issue*. *Expected return* dihitung untuk tiap-tiap hari untuk setiap perusahaan selama periode jendela $t = -20$ sampai $t = +5$ dimana $t = 0$ merupakan tanggal efektif dan t adalah hari bursa.

Expected return untuk saham j pada hari ke-t dapat diukur dengan rumus:

$$\hat{R}_{jt} = a_j + b_{1j} R_{mt} + b_{2j} R_{kt} \dots\dots\dots(3.6)$$

Keterangan:

\hat{R}_{jt} = *expected return* saham j pada hari ke-t

R_{mt} = *return* pasar pada hari ke-t

R_{kt} = *return kurs* pada hari ke-t

a_j = *expected* alpha saham j

b_{1j} = *expected* beta pasar untuk saham j

b_{2j} = *expected* beta kurs untuk saham j

3) *Abnormal Return*

Selanjutnya akan dihitung *abnormal return* setiap perusahaan untuk tiap-tiap hari dengan cara menentukan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Pengukuran ini dilakukan sepanjang periode jendela yaitu mulai $t = -20$ sampai dengan $t = +5$ dengan $t = 0$ adalah tanggal efektif.

Rumus dari *abnormal return* adalah:

$$\hat{AR}_{jt} = R_{jt} - R_{jt} \dots\dots\dots(3.7)$$

Keterangan:

AR_{jt} = *abnormal return* saham j pada hari ke-t

R_{jt} = *actual return* saham j pada hari ke-t

^

R_{jt} = *expected return* saham j pada hari ke-t

3.3.2 Pengukuran Variabel

Untuk mengidentifikasi dan mengukur empat faktor yang menyebabkan timbulnya reaksi harga saham terhadap *right issue* akan digunakan *multiple regression analysis*, dimana CAR (*Cumulative Abnormal Return*) sebagai variabel terikat. Model penelitian sebagai berikut:

$$CAR_i = a + \beta_1 PBV_i + \beta_2 DER_i + \beta_3 RBL_i + \beta_4 OFFER_i + \epsilon_i \dots\dots\dots(3.8)$$

Keterangan:

CAR_i = *Cumulative Abnormal Return* seluruh saham periode t=x sampai t=y

PBV = nilai *price to book value ratio* yang diperoleh dari laporan keuangan semester terakhir yang telah dipublikasikan sebelum tanggal efektif.

DER = nilai *debt to equity* yang diperoleh dari laporan keuangan semester Terakhir yang telah dipublikasikan sebelum tanggal efektif.

RBL = rasio jumlah lembar saham baru dengan jumlah lembar saham lama dimana nilai rasio ini tercatat dalam prospektus

OFFER = rasio dari harga penawaran saham baru dengan harga pasar saham lama satu bulan sebelum tanggal efektif.

ϵ_i = error term

IV. ANALISIS HASIL PENELITIAN

4.1 Pemilihan Model Regresi

Untuk penelitian ini akan dilakukan pemilihan model regresi yang terbaik dengan memilih interval hari yang terbaik untuk CAR. Pemilihan interval waktu untuk CAR meliputi periode sebelum dan sesudah tanggal efektif serta periode di sekitar tanggal efektif.

Dari Tabel 5.1 terlihat bahwa bahwa yang terbaik adalah model regresi dengan menggunakan CAR (-5,+1) karena memberikan nilai R *square* yang paling tinggi dan menunjukkan nilai signifikan F yang paling baik. Oleh sebab itu untuk penelitian ini akan digunakan model regresi dengan CAR (-5,+1) sebagai variabel terikat

Tabel 4.1
Alternatif Model Terbaik

CAR	R Square	Adjusted R	F	Significant F
+1, +5	1,2%	-8,2%	0,126	0,972
-20, -1	10 %	1,4%	1,166	0,399
-20, +5	8,7%	0%	1,003	0,417
-5, +1	28,9%	22,1%	4,271	0,005

4.2 Uji Asumsi Klasik

Suatu model persamaan regresi dikatakan baik dan sesuai apabila telah memenuhi uji asumsi klasik yaitu untuk membuktikan bahwa dalam model persamaan tersebut tidak terjadi multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas serta adanya distribusi data yang normal.

1) Uji Multikolinieritas

Dari hasil pengolahan data statistik dengan program SPSS diperoleh hasil pengujian multikolinieritas seperti yang disajikan dalam Tabel 4.2

Tabel 4.2
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	TOL.	Kesimpulan
PBV	1.067	0.937	Tidak ada multikolinearitas
DER	1.094	0.914	Tidak ada multikolinearitas
RBL	1.045	0.957	Tidak ada multikolinearitas
OFFER	1.017	0.983	Tidak ada multikolinearitas

Berdasarkan hasil yang tampak pada Tabel 4.2 terlihat bahwa semua variabel bebas menunjukkan nilai VIF di sekitar 1 dan nilai *tolerance* yang mendekati 1 . Di samping itu dari Tabel 4.3 terlihat bahwa tidak terdapat nilai korelasi antar variabel bebas yang melebihi 0,5. Jadi dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas pada model *multiple regression* yang digunakan

Tabel 4.3
Coefficient Correlations(a)

Model			OFFER	DER	RBL	PBV
1	Correlations	OFFER	1.000	.000	-.119	.046
		DER	.000	1.000	.164	-.242
		RBL	-.119	.164	1.000	-.004
		PBV	.046	-.242	-.004	1.000
	Covariances	OFFER	.004	.000	.000	.000
		DER	.000	.000	.000	.000
		RBL	.000	.000	.000	.000
		PBV	.000	.000	.000	.000

2) Uji Otokorelasi

Berdasarkan tabel Durbin Watson dengan $\alpha = 5\%$ dan banyaknya variabel penjelas X dalam model regresi adalah 4 serta jumlah sampel 47 , didapat nilai batas bawah (dl) sebesar 1,336 dan batas atas (du) sebesar 1,720. Dari hasil

pengolahan data dengan SPSS 12 didapat nilai DW sebesar 1,388. Tabel 4.4 merupakan rangkuman hasil pengolahan data tersebut.

Tabel 4.4
Hasil Uji Otokorelasi

Dl	Du	4-du	4-dl	DW	Kesimpulan
1,336	1,720	2,280	2,664	1,388	Tidak ada keputusan

Walaupun hasil pengujian ini menunjukkan tidak adanya keputusan ada atau tidaknya masalah otokorelasi, model regresi ini tetap dapat digunakan. Hal ini disebabkan data dalam penelitian ini menggunakan data *cross section* di mana dalam jenis data yang demikian masalah otokorelasi jarang sekali terjadi.

3) Uji Heteroskedastisitas

Untuk melaksanakan pengujian heteroskedastisitas dengan uji Park, maka persamaan regresi yang digunakan diubah menjadi:

$$\ln u_i^2 = \alpha + \beta_1 \ln(\text{PBV}) + \beta_2 \ln(\text{DER}) + \beta_3 \ln(\text{RBL}) + \beta_4 \ln(\text{OFFER}) + \varepsilon \dots\dots(4.1)$$

Keterangan: u_i merupakan *error term* dalam model regresi yang digunakan

Hipotesis statistik yang digunakan:

H_0 : tidak ada heteroskedastisitas

H_a : ada heteroskedastisitas

Kriteria keputusan: jika $p\text{-value} < 0,05$, maka H_0 ditolak (ada heteroskedastisitas), sebaliknya jika $p\text{-value} > 0,05$ maka H_0 tidak dapat ditolak (tidak ada heteroskedastisitas).

Hasil pengujian heteroskedastisitas ditunjukkan pada tabel 4.5 :

Tabel 4.5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Sig.	Kesimpulan
PBV	0,099	Tidak ada heteroskedastisitas
DER	0,705	Tidak ada heteroskedastisitas

RBL	0,529	Tidak ada heteroskedastisitas
OFFER	0,056	Tidak ada heteroskedastisitas

Dari Tabel 4.5 diketahui bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas karena semua nilai β memiliki *p-value* yang lebih besar dari 0,05.

4.3 Uji Hipotesis

Pengujian ini dilakukan untuk melihat bagaimana pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat baik secara bersamaan maupun secara terpisah.

1) Koefisien Determinasi (Pengujian Model Fit)

Pengujian ini untuk melihat seberapa besar variasi dari variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel bebas secara keseluruhan.

Tabel 4.6
Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.538(a)	.289	.221	.172241734	1.388

Dari hasil pengolahan regresi berganda yang hasilnya terangkum dalam Tabel 4.6 diketahui bahwa koefisien determinasi $R^2 = 0.289$. Hal ini menyatakan bahwa hanya sebesar 28,9% dari total variasi variabel terikat CAR (-5,+1) yang dapat dijelaskan oleh seluruh variabel bebas yaitu PBV, DER, RBL dan OFFER secara simultan. Sisanya 71,1% dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak diikutsertakan dalam model.

2) Uji F

Tabel 4.7
ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.507	4	.127	4.271	.005(a)
	Residual	1.246	42	.030		
	Total	1.753	46			

Dari Tabel 5.8 terlihat bahwa F hitung sebesar 4,271 adalah lebih besar dari F tabel yang nilainya 2,84. Nilai *p-value* 0.005 yang berarti lebih kecil dari 0.05. Berdasarkan hal tersebut maka H_0 ditolak. Hasil ini menunjukkan tidak semua dari variabel PBV, DER, RBL, dan OFFER secara signifikan tidak berpengaruh terhadap CAR.

3) Uji-t

Uji-t dilakukan untuk mengetahui hubungan dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Hasil uji-t tertera dalam Tabel 4.8.

Tabel 4.8

Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.022	.056		.388	.700		
	PBV	-.001	.003	-.034	-.256	.799	.937	1.067
	DER	-.011	.003	-.456	-3.354	.002	.914	1.094
	RBL	-.003	.001	-.345	-2.594	.013	.957	1.045
	OFFER	.058	.065	.117	.894	.377	.983	1.017

1) Variabel PBV

Dari Tabel 4.8 tercatat nilai *p-value* 0,799 tetapi nilai ini untuk uji dua arah. Jadi untuk uji satu arah nilai ini harus dibagi dua sehingga menjadi 0,3995. Dengan demikian hipotesis nol tidak dapat ditolak. Jadi hasil penelitian tidak mendukung hipotesis 2 yang menyatakan PBV berpengaruh positif terhadap CAR.

Hasil penelitian yang tidak mendukung hipotesis 2, dapat dijelaskan bahwa PBV yang tinggi belum menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang menjanjikan di masa mendatang. PBV yang tinggi kemungkinan hanya pengaruh dari kinerja perusahaan di masa lalu yang dikenal sebagai momentum.

2) Variabel DER

Dari Tabel 4.8 terlihat bahwa nilai *p-value* dari variabel DER sesudah dibagi dua sebesar 0.001, maka hipotesis nol ditolak. Jadi hasil penelitian menunjukkan variabel bebas DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel terikat CAR.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investor memiliki penilaian bahwa DER yang tinggi merupakan sinyal negatif terhadap kondisi keuangan perusahaan. Hal ini sesuai seperti yang dikemukakan oleh Emery (2004; 77) maupun ditinjau dari *capital structure* dimana pengaruh DER yang negatif menunjukkan bahwa investor menilai *debt* perusahaan sudah tidak optimal lagi sebagai sumber pembiayaan. Karena menilai *debt* sudah tidak optimal investor mempunyai opini bahwa semakin besar *debt* akan semakin meningkatkan *financial distress* yang dapat menyebabkan saham lebih berisiko.

Hasil penelitian terhadap variabel DER juga menunjukkan bahwa opini investor sejalan dengan pendapat dari Damodaran (2002; 706) bahwa DER yang tinggi mengindikasikan dividen yang rendah karena emiten akan lebih mengutamakan kewajibannya kepada pihak kreditor. Sedangkan dari sudut pandang *pecking order theory*, pengaruh DER yang negatif menunjukkan investor mengindikasikan adanya *earning* dan *cash flow* perusahaan yang buruk atau merupakan sinyal bahwa saham perusahaan *overvalue*. Investor menilai keadaan inilah yang mendorong emiten untuk melaksanakan emisi saham baru, termasuk *right issue*, sehingga merespon negatif terhadap *right issue*.

3) Variabel RBL

Karena nilai *p-value* dari RBL sesudah dibagi dua adalah 0,0065 maka hipotesis nol ditolak. Jadi hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh negatif dan signifikan dari variabel bebas RBL terhadap variabel terikat CAR. Hasil penelitian sesuai dengan *price pressure effect* di mana dinyatakan bahwa semakin banyak jumlah lembar saham yang ditawarkan di pasar, maka akan semakin menekan harga saham itu. Jadi menurut hasil penelitian ini, *right issue* dipercaya akan menekan harga saham karena adanya *right issue* menyebabkan bertambahnya jumlah lembar saham yang ditawarkan di pasar modal.

4) Variabel Offer

Hasil penelitian menunjukkan nilai *p-value* dari variabel Offer sesudah dibagi dua adalah sebesar 0,1885, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak. Jadi pengaruh positif variabel bebas Offer terhadap variabel terikat CAR tidak signifikan. Dengan demikian hasil penelitian tidak mendukung hipotesis 4 yang menyatakan Offer berpengaruh positif terhadap CAR.

Offer yang berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap CAR menunjukkan bahwa investor tidak menganggap harga emisi saham baru sebagai informasi penting yang mencerminkan kualitas perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung pernyataan Heinkel & Schwartz (1986) yang dikutip oleh Tsangarakis (1996).

V. KESIMPULAN

Untuk lebih memahami analisis dari hasil penelitian, maka perlu rangkuman yang dikemukakan dalam suatu kesimpulan. Berdasarkan analisis hasil penelitian pada bagian IV, maka dapat disimpulkan beberapa hal berikut ini:

- 1) Hipotesis null mengenai variabel bebas PBV diterima. Berarti dalam pelaksanaan *right issue* rasio PBV tidak berpengaruh positif terhadap reaksi harga saham. Hal ini terjadi kemungkinan karena PBV yang tinggi merupakan pengaruh kinerja perusahaan di masa lalu yang dikenal sebagai momentum.
- 2) Hipotesis null mengenai variabel bebas DER ditolak. Berarti DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CAR. Hal ini menunjukkan bahwa dalam penelitian ini pelaksanaan *right issue* dengan jumlah *debt* yang lebih besar daripada *equity* akan direspon negatif oleh investor. Hasil penelitian ini mendukung pendapat dari Emery (2004) bahwa DER yang tinggi akan menyebabkan *financial distress*. Selain itu juga mendukung pendapat Damodaran (2002) bahwa DER yang tinggi mengindikasikan dividen yang rendah.
- 3) Hipotesis null untuk variabel bebas RBL ditolak. Berarti RBL berpengaruh negatif dan signifikan terhadap CAR. Keadaan ini menunjukkan bahwa pelaksanaan *right issue* dengan jumlah lembar saham emisi baru yang lebih

besar dibandingkan jumlah lembar saham yang beredar akan direspon negatif oleh investor. Hasil penelitian ini mendukung *price pressure effect*.

- 4) Hipotesis null mengenai variabel bebas OFFER diterima. Artinya variabel bebas OFFER tidak berpengaruh positif terhadap CAR. Jadi hasil penelitian menunjukkan bahwa bagi investor harga emisi saham baru bukan merupakan informasi penting menyangkut kualitas perusahaan. Berarti ada faktor lain yang dianggap oleh investor lebih mencerminkan kualitas perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung pendapat dari Heinkel & Schwartz (1986) yang dikutip oleh Tsangarakis (1996).

DAFTAR PUSTAKA

- Asquith, Y and D.W. Mullins (1986), "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics*, Desember, 223 – 249.
- Bhagat, Sanjay (1983), "The Effect of Pre-Emptive Right Amendments on Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*", Vol 12, 289 – 310.
- Budiarto, Arif dan Zaki Baridwan,(1999), "Pengaruh Pengumuman *Right Issue* Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Sahambdi Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1996", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.2, No. 1.
- Bodie, Z. A, Kane and A, Marcus (2002), "*Investments*", Homewood, Illinois, Richard Irwin.
- Brealey, Richard A and Myers, Steward C (2000), "*Principles of Corporate Finance*", Boston, Irwin.
- Brigham, Eugene F and Ehrhardt, Michael C (2002), "*Financial Management Theory and Practice*", 10 th edition, South Western.
- Damodaran, Aswath (2002), "*Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining The Value of Any Asset*", Second Edition, New York, John Wiley and Sons.
- Douglas, R Emery and John D Finnerty and John D Stowe (2004), "*Corporate Financial Management. Pearson Education International* ", New Jersey ,Upper Saddle River.
- Gujarati, Damodar N (2003), "*Basic Econometrics*", New York, Mc Graw Hill.

- Harto, Puji (2001), Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan *Right Issue*. *Simposium Nasional Akuntansi IV*
- Horne, James C Van (2002), "*Financial Management and Policy*", 12 th edition, Prentice Hall International.
- Masruroh (2000), "Dampak Pengumuman *Right Issue* Terhadap Shareholder Wealth di Bursa Efek Jakarta", *Tesis pada Bidang Ilmu Ekonomi Studi Ilmu Manajemenn FE UI*, Jakarta. Tidak dipublikasikan.
- Masulis, R. W and A. N, Korwar (1986), "Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation", *Journal of Financial Economics*, January-February, 91- 118.
- Nachrowi, N D dan Hardius (2002), "Penggunaan Teknik Ekonometri", Jakarta, Rajawali Pers.
- Peterson, Pamela P (1989), "A Review of Issues and Methodology", *Working Paper, Florida State University*.
- Pindyck, Robert and Daniel L Rubinfeld (1998), "*Econometrics Models and Econometric Forecast*", fourth edition, New York, McGraw Hill.
- Richard I. Levin and David S. Rubin (2002), "*Statistics for Management*", International Edition. seventh edition, Prentice Hall.
- Safitringrum, Istiqomah (2004), "Analisis Pengaruh Pengumuman *Right Issue* Terhadap Reaksi Pasar Suatu *Event Study* di BEJ pada Pasar Krisis Ekonomi", *Tesis pada Bidang Ilmu Ekonomi Studi Ilmu Manajemenn FE UI*, Jakarta, Tidak dipublikasikan.

