

**ANALISIS KINERJA PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN *RIGHT ISSUE*
PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK JAKARTA**

Oleh: Dra.Ec. Purnama Herawati, M.Ak.¹

ABSTRACT

The event of right issue in emerging market has known as part of seasoned equity offering. There are many hypothesis state negative response from investor as well as positive effect. The research want to test the financial and operating performance of campaign that conducting right issue (1997-1999), especially company performance in two years before and after that event. This study uses the sample of 62 firms listed in the Jakarta Stock Exchange. The hypothesis are tested applying paired t-test and independent sample t-test the analysis.

The ratios such as current ratio, ATO, NPM, Tobin's Q, and PER, have statistically not significant results. These results mean that the profitability and operating performance of sample have decline after conducted right issues, while liquidity performance have shown increasing value.

After comparing with non-issuers sample, the results of such as leverage, asset turnover, operating profit margin and Tobin's q of issuers. Have shown statistically significant in part periods, while other ratios like current ratio, net profit margin, and PER have shown statistically not significant results in all of periods.

This study also test the impact of right issues on performance of the stock return, the result that companies have significant (before conducted right issue) of its stock return compare with non issuers and market return.

Key words: *right issue, stock return, market return.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Sejak pertengahan 1997 Indonesia mengalami krisis moneter akibat depresiasi rupiah terhadap US dollar. Hal ini membuat perusahaan-perusahaan membutuhkan dana segar yang lebih banyak untuk membayar hutangnya yang membengkak. Oleh sebab itu salah satu cara yang dilakukan perusahaan-perusahaan yang telah *go public* adalah melakukan *right issue* untuk memperoleh dana yang dibutuhkan.

Right issue merupakan salah satu cara untuk memperoleh dana dengan proses yang lebih mudah dan cepat bila dibandingkan dengan perolehan dana dengan cara lain. *Right issue* merupakan penawaran sekuritas baru kepada pemegang saham perusahaan untuk membeli saham baru pada harga tertentu dan pada saat tertentu. Penelitian tentang reaksi pasar terhadap *right issue* yang dilakukan perusahaan menunjukkan hasil yang beragam. Reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue* ada yang positif dan ada yang negatif. Di Amerika Serikat reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue* umumnya negatif (White dan Lusztig, 1980; Hansen, 1989; Eckbo dan Masulis, 1992). Di wilayah luar Amerika berbagai studi menunjukkan reaksi pasar yang positif dan signifikan, untuk perusahaan-perusahaan

1) Staf Pengajar FE Universitas Wijaya Kusuma Surabaya

Swiss (Loderer dan Zimmerman, 1988), perusahaan Jepang (Kang dan Stulz, 1996), Korea (Dhatt *et al.*, 1996), Yunani (Tsangarakis, 1996). Dilain pihak hasil yang serupa dengan di AS yaitu *return* negatif yang signifikan terdapat pada perusahaan di Australia dan Inggris (Marsden, 2000).

Disamping penelitian tentang dampak *right issue* terdapat pula penelitian yang menyoroti kinerja operasi perusahaan yang melakukan *right issue* seperti yang dilakukan (Lougran dan Ritter, 1997). Lougran dan Ritter meneliti perbedaan kinerja perusahaan pada waktu sebelum dan sesudah melakukan *right issue*, hasilnya menunjukkan bahwa dalam jangka panjang kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* mengalami penurunan. Fenomena di atas muncul pertanyaan bagaimana sebenarnya kinerja keuangan dan operasi perusahaan yang melakukan *right issue*. Pertanyaan tersebut merupakan fokus utama dari penelitian ini, sehingga tujuan dari penelitian ini adalah untuk membandingkan kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah melakukan *right issue*. Proksi yang digunakan untuk menilai kinerja keuangan dan operasi adalah rasio-rasio keuangan perusahaan dan kinerja *return* saham. Rasio-rasio tersebut terbagi atas rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio operasi dan *turn over* serta rasio profitabilitas. Kinerja *return* saham dalam jangka panjang dihitung sebagai rata-rata *return* bulanan dalam satu tahun selama lima tahun pengamatan.

Kontribusi empiris dapat diperoleh dari hasil empiris penelitian ini yang akan bermanfaat untuk dasar pengambilan keputusan bagi para pemakai dan pihak-pihak tertentu yang berkepentingan dengan laporan keuangan Hasil penelitian ini dapat merupakan sumber inspirasi yang dapat digunakan untuk mendasari, mendukung, atau menolak praktik. Misalnya, para praktisi sekuritas dapat mengacu hasil empiris ini untuk mendukung pendapatnya tentang faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham.

Rumusan Masalah

1. Apakah kinerja perusahaan sebelum dan sesudah *right issue* berbeda secara signifikan?
2. Apakah kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*?
3. Apakah kinerja perusahaan di pasar antara perusahaan yang melakukan *right issue* berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*?

TELAAH PUSTAKA

Penelitian tentang *right issue* telah lama dilakukan sebagai bagian dari *corporate event*. Berbagai studi empiris yang dilakukan menunjukkan hasil *return* negatif secara signifikan atas pengumuman, yang mengidentifikasi bahwa penerbitan ekuitas membawa informasi yang tidak menguntungkan bagi pasar mengenai nilai perusahaan (*firm value*). Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa harga saham akan menurun ketika penerbitan ekuitas diumumkan karena pemegang saham menyadari bahwa manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih superior dan mereka menilai keputusan perusahaan untuk menjual saham sebagai bukti bahwa saham *overpriced*. Hal ini disebut hipotesa "price pressure". Korajezk *et al.*(1992) memperluas model Myers dan Majluf (1984) dengan

secara eksplisit mengasumsikan bahwa asimetri informasi adalah bervariasi dengan waktu (*time-varying*). Mereka menyarankan bahwa perusahaan dapat memilih untuk menerbitkan ekuitas jika asimetri informasi hanya sedikit terjadi antara manajer dan pihak investor luar. Secara khusus mereka menyatakan bahwa *release* informasi yang kredibel dapat mengurangi ketidakpastian penilaian informasi privat dari manajemen sehingga mengurangi turunnya harga pada saat setelah pengumuman penerbitan. Selanjutnya penurunan harga akan semakin meningkat seiring dengan berjalannya waktu sejak informasi dikeluarkan. Emery dan Finnerty (1997) mendefinisikan *right issue* atau *rights offering* sebagai penawaran saham baru kepada pemegang saham lama dengan harga khusus. Jadi, perusahaan mendistribusikan *rights* (opsi) kepada pemegang saham agar dapat memperoleh saham-saham baru tersebut dengan harga khusus.

Right issue merupakan hak istimewa yang diberikan kepada pemegang saham yang lama untuk mendapatkan saham biasa atau suatu emisi sebelum ditawarkan kepada masyarakat. Melalui *right issue*, dana dapat dikumpulkan melalui partisipasi pemegang saham lama perusahaan itu sendiri, tentunya hal ini harus mendapat persetujuan mayoritas dari para pemegang saham. Selain itu, *right issue* merupakan cara yang tepat dalam pencarian dana, karena hak pemegang saham lama dapat dilaksanakan dengan baik.

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

Penelitian ini mencoba meneliti manfaat rasio keuangan untuk melihat kinerja keuangan dan operasi perusahaan pada masa sebelum dan sesudah melakukan *right issue*. Pengertian *right issue* sendiri adalah penawaran kepada pemegang saham perusahaan untuk membeli saham secara proposional dari proporsi kepemilikan saham mereka pada harga tertentu dengan masa berlaku tertentu (Ross et al, 1998).

Hipotesa

- H1 : Kinerja perusahaan sebelum dan sesudah *right issue* berbeda secara signifikan
- H2 : Kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*.
- H3 : Kinerja perusahaan di pasar antara perusahaan yang melakukan *right issue* berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*

METODA PENELITIAN

Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan Pusat Pengembangan Akuntansi (PPA) Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.

Data yang digunakan meliputi:

1. Data laporan keuangan publikasian tahunan per tanggal 31 Desember selama tahun 1995-2001.
2. Data harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan selama periode 1995-2001.
3. Data yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* adalah data perusahaan yang melakukan *right issue* tahun 1997, 1998, 1999. Data untuk perusahaan pembanding diambil perusahaan yang telah melakukan *listing* tahun 1995 namun tidak melakukan *right issue* tahun 1997, 1998, 1999.

Pemilihan sampel yang akan diuji dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu metoda pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu. Kriteria tersebut adalah sebagai berikut ini:

1. Sampel yang dipilih adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (dalam kurun waktu 1995-2001).
2. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang melakukan *right issue* tahun 1997, 1998, 1999, yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.
3. Perusahaan yang melakukan *right issue* minimal telah melakukan penawaran perdana dalam jangka waktu dua tahun sebelumnya.
4. Perusahaan yang melakukan *right issue* lebih dari satu kali harus memiliki jangka waktu antar *right issue* tiga tahun.
5. Data laporan keuangan tersedia selama tujuh tahun berturut-turut mulai dua tahun sebelum dan sesudah peristiwa *right issue* (1995-2001).

Perusahaan yang melakukan *right issue* sesuai kriteria pada tahun 1997 terdapat 18 perusahaan, tahun 1998 terdapt 9 perusahaan dan pada tahun 1999 terdapat 5 perusahaan, sehingga jumlahnya 32 perusahaan. Perusahaan pembanding sesuai kriteria diambil secara acak sebanyak 32 perusahaan.

Hipotesa pertama akan diuji melalui uji t berpasangan (*paired t-test*) untuk melihat signifikansi perbedaan *mean* rasio perusahaan sebelum dan sesudah *right issue*. Hipotesa kedua dan ketiga dilakukan melalui uji t sampel independen (*independent sample t-test*) Pengujian ini untuk melihat lebih jauh apakah hasil hipotesa pertama tentang kinerja sebelum dan sesudah *right issue* dipengaruhi kondisi pasar pada saat itu.

Penjelasan masing-masing variabel rasio berikut di bawah ini:

1. Rasio Likuiditas

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

2. Rasio *Leverage*

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

3. Rasio Operasi

Kinerja operasi perusahaan akan diukur melalui rasio *Operting Profit Margin (OPM)* dan *Net Profit Margin (NPM)*. Sedangkan sejauh efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan pendapatan perusahaan dijelaskan melalui *Ratio Asset Turnover (ATO)*.

4. Rasio Profitabilitas

Dengan menggunakan *Tobin's q* (Harikumar, dan Harter,1992) memberikan *estimate tobin's q* sebagai berikut :

$$LR = \frac{\text{Market value of equity} + \text{Book value of debt}}{\text{Estimated replacement cost of assets}} \dots\dots\dots(1)$$

LR : Lindenberg and Ross (*estimated for tobin's q*)

Tobin's q merupakan profitability indeks, *Tobin's q* mengandung informasi tentang kualitas investasi yang dibuat manajer untuk memberikan informasi tentang pertumbuhan perusahaan masa mendatang.

5. Rasio Pasar

Untuk mengukur kinerja laba dibandingkan dengan kinerja *value of the firm*. *Price Earning Ratio (PER)* menunjukkan perbandingan antara harga saham di pasar perdana atau harga perdana yang ditawarkan dibandingkan dengan pendapatan yang diterima. PER yang tinggi menunjukkan ekspektasi investor tentang prestasi perusahaan di masa yang akan datang cukup tinggi (Fakhrudin dan Hadianto, 2001).

Perusahaan dengan PER yang lebih tinggi akan memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi dan sebaliknya nilai PER yang lebih rendah akan menunjukkan resiko yang lebih tinggi (Brigham, Gapensky dan Daves,1998), *Price to Book Value (PBV)* adalah rasio yang menunjukkan apakah harga saham (harga pasarnya) di perdagangan di atas atau di bawah nilai buku saham tersebut .Ukuran PBV menunjukkan tingkat kemahalan saham. Perusahaan yang memiliki PBV yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut memiliki *rate of return* yang tinggi, sehingga investor mau membeli dengan harga yang lebih mahal.

6. Kinerja perusahaan di pasar (*Return Saham*)

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

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan: R_{it} = *return* perusahaan i pada bulan t
 P_t = harga saham penutupan perusahaan pada bulan t
 P_{t-1} = harga saham penutupan perusahaan pada bulan sebelumnya(t-1)

Sedangkan *return* pasar yang digunakan adalah *return* pasar bulanan yang dihitung:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan: R_{mt} = *return* pasar pada bulan ke t
 $IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan penutupan pada bulan ke t
 $IHSG_{t-1}$ = indeks harga saham gabungan penutupan pada bulan sebelumnya(t-1)

Kinerja *return* saham selama satu tahun di hitung melalui rumus:

$$R_{iy} = 1/12 \sum_{i=1}^{12} R_{it} \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan: R_{iy} = rata-rata *return* dalam setahun
 R_{it} = *return* bulanan perusahaan i pada bulan t

Perhitungan kinerja *return* pasar selama setahun mengikuti rumus yang sama dengan rumus di atas.

ANALISA DAN PEMBAHASAN

Pengujian terhadap hipotesa pertama dilakukan dengan uji t berpasangan (*paired t-test*). Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 1. Pengujian hipotesa kedua dilakukan dengan uji t sampel independen seperti terlihat pada tabel 2. Pengujian hipotesa ketiga dilakukan dengan uji t sampel independen seperti terlihat pada tabel 3.

a. Hasil Pengujian Hipotesa Pertama

Pengujian hipotesa pertama hasilnya dapat dilihat pada tabel 1. Hampir semua ratio menunjukkan nilai yang secara statistis tidak signifikan pada level 0,05. Kinerja likuiditas yang diwakili oleh *current ratio* sebelum dan sesudah *right issue* secara statistisk tidak signifikan. Tetapi, kalau melihat angka selisih *mean* yang menunjukkan angka negatif (-0,2166) setelah *right issue* mengindikasikan terjadi peningkatan likuiditas dibanding 2 tahun sebelum *right issue*. Hal ini sangat beralasan menunjukkan posisi likuiditas setelah *right issue*, karena adanya pemasukkan dana.

Kinerja solvabilitas yang ditunjukkan oleh rasio *leverage* mengalami nilai yang secara statistis signifikan, periode 2 tahun sebelum *right issue*. Periode 2 tahun setelah *right issue* angka selisih *mean* menunjukkan angka negatif (-0,4488). Hal ini menunjukkan posisi hutang semakin berkurang dengan melakukan *right issue*.

Kinerja operasi perusahaan, diwakili tiga rasio yaitu *asset turnover*, *operating profit margin* dan *net profit margin*. Dari ke-3 rasio hanya rasio operasional 2 tahun setelah *right issue* yang menunjukkan secara statistik signifikan. Nilai selisih *mean* menunjukkan penurunan 1 tahun setelah *right issue* untuk ATO dan NPM dan 2 tahun setelah *right issue* untuk OPM. Hal ini menunjukkan kinerja efisiensi perusahaan menurun setelah *right issue*.

Kinerja profitabilitas, tercermin dari rasio *tobin's q* yang menunjukkan nilai secara statistik signifikan pada periode 2 tahun sebelum *right issue*. Tetapi nilai selisih *mean* negatif yang menurun setelah *right issue* menunjukkan dana yang diperoleh dari *right issue* dapat digunakan perusahaan untuk melakukan investasi jangka pendek.

Rasio-rasio pasar modal seperti PER dan PBV menunjukkan hasil secara statistik tidak signifikan pada seluruh periode. Perbandingan kinerja menunjukkan nilai *mean* negatif 1 tahun sebelum dan sesudah *right issue* untuk PER dan 2 tahun setelah *right issue* untuk PBV berarti perusahaan dalam taraf pertumbuhan.

Tabel 1
Uji t berpasangan periode sebelum dan sesudah *right issue*

		Perbandingan Kinerja Antar Periode			
		t-2 ke t-1	t-1 ke t-0	t-1 ke t+1	t-1 ke t+2
CR	Mean diff	0,1512	-0,0966	-0,2166	-0,1078
	t statistik	0,629	-0,403	-0,815	-0,330
	p-value	0,534	0,689	0,421	0,743
Leverage	Mean diff	-0,0772	-0,0494	-0,0484	-0,4488
	t statistik	-3,001	-1,632	-1,093	-1,409
	p-value	0,005 *	0,113	0,283	0,169
ATO	Mean diff	0,035	0,05313	-0,0272	0,00125
	t statistik	1,071	1,097	-0,480	0,030
	p-value	0,292	0,281	0,634	0,976
OPM	Mean diff	0,03059	0,06619	0,4087	0,311
	t statistik	0,846	1,852	1,867	3,659
	p-value	0,404	0,074**	0,071**	0,001*
NPM	Mean diff	0,2299	0,2472	-0,1252	0,2746
	t statistik	1,513	0,906	-0,547	1,192
	p-value	0,140	0,372	0,588	0,242
TOBIN'S Q	Mean diff	-0,0759	0,004062	-0,0047	-0,1131
	t statistik	-3,829	0,106	-0,853	-1,688
	p-value	0,001*	0,916	0,400	0,102
PER	Mean diff	6,9328	-12,2722	-77,8044	-286,3063
	t statistik	0,762	-0,638	-0,211	-1,184
	p-value	0,456	0,202	0,244	0,954
PBV	Mean diff	-0,2788	0,6278	0,8931	-0,0422
	t statistik	-0,755	-1,304	1,187	-0,058
	p-value	0,456	0,202	0,244	0,954

*) Signifikan pada level 0,05

***) Signifikan pada level 0,10

b. Hasil Pengujian Hipotesa Kedua

Hasil pengujian hipotesa kedua terlihat pada tabel 2 sebanyak 32 sampel perusahaan yang tidak melakukan *right issue* diperbandingkan untuk melihat ada tidaknya perbedaan kinerja keuangan dan operasi perusahaan yang melakukan *right issue*.

Panel A dari tabel menyajikan nilai *mean* dari masing-masing rasio keuangan dan operasi perusahaan *issue*. Panel B menyajikan nilai *mean* perusahaan *non issue*. Sedangkan panel C menyajikan nilai *t* statistik dari uji *sample independent* antara perusahaan *issue* dan *non issue*. Nilai *t* dengan tanda * menunjukkan signifikan pada level 0,05 dan ** signifikan pada 0,10.

Hasil perbandingan seperti terlihat pada tabel 2 menunjukkan bahwa beberapa rasio seperti LR, ATO, OPM, dan *Tobin's Q* menunjukkan perbedaan yang secara statistik signifikan hanya *untuk* perioda tertentu. Rasio CR sama sekali tidak ada yang secara statistik signifikan, berarti keadaan perusahaan sebelum *right issue* dan sesudah *right issue* tetap kesulitan dana.

Tabel 2
Pengujian t- Sampel Independen Perusahaan Issuer dan Non Issuer

	CR	LR	ATO	OPM	NPM	Tobin's Q	PER	PBV
Panel A : Nilai Mean Issue								
-2	1,8066	0,4981	0,4494	0,2462	0,1196	0,5725	19,300	1,9066
-1	1,6553	0,5753	0,4144	0,2156	-0,1104	0,6063	20,900	2,1856
0	1,7519	0,6247	0,3612	0,1494	-0,3576	0,6443	21,700	1,5578
+1	1,8719	0,6238	0,4416	-0,0889	-0,3850	0,76156	19,000	2,2278
Panel B : Nilai Mean Non Issue								
-2	1,8267	0,5050	0,7033	0,1668	0,1233	0,6484	16,700	1,5307
-1	1,5313	0,6703	0,8503	0,1345	-0,0473	0,7043	19,800	1,6577
0	1,2200	0,7710	0,6527	0,0962	0,7415	0,8310	23,900	2,7537
+1	1,2947	0,7767	0,6393	0,0560	0,3391	0,8687	17,300	3,7910
+2	17,1963	0,8557	0,6960	0,1207	3,3016	0,8617	25,700	0,9120
Panel C : Nilai t statistik								
-2	-0,059	-0,155	-1,931*	1,817*	-0,099	-0,538	1,761	0,844
-1	0,428	-2,033**	-1,148	1,421	-0,356	-1,142	-0,701	0,631
0	1,358	-2,111**	-2,145**	0,963	-0,983	-2,628**	0,792	-0,560
+1	1,431	-2,022**	-1,362	-1,091	-0,347	-1,897*	-0,811	-1,143
+2	-1,007	0,491	-2,256**	-2,225**	-0,995	-1,008	-1,081	1,677

*) Signifikan pada level 10%

***) Signifikan pada level 5%

Nilai t pada rasio ATO yang konsisten negatif memberi penjelasan bahwa efisiensi penggunaan asset untuk menghasilkan pendapatan pada perusahaan *issue* lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan non *issue*.

Rasio *leverage*, nilai p signifikan pada perioda t-1, t0, dan t+1. Nilai t yang negatif mengindikasikan bahwa perusahaan *issue* memiliki tingkat *leverage* yang lebih kecil dibandingkan perusahaan non *issue*.

Rasio OPM menunjukkan hasil yang secara statistis signifikan pada perioda t-2 dan t+2. Rasio NPM nilai t yang menunjukkan nilai negatif seluruh periode berarti perusahaan *issue* menunjukkan kinerja operasi yang lebih rendah dibanding perusahaan non *issue*.

Rasio *Tobin's Q* menunjukkan nilai yang secara statistis signifikan pada perioda t0 dan t+1 dengan level yang berbeda. Nilai t negatif menunjukkan perusahaan *issue* memberi indikasi pada tahun penerbitan *right issue* tingkat kembalian investasi lebih kecil dibanding perusahaan non *issue*.

c. Hasil Pengujian Hipotesa Ketiga

Pengujian hipotesa ketiga dilakukan melalui uji t sampel independen terhadap kinerja *return* antara perusahaan *issue* dengan non *issue* dan pasar, hasilnya dapat dilihat pada tabel 3.

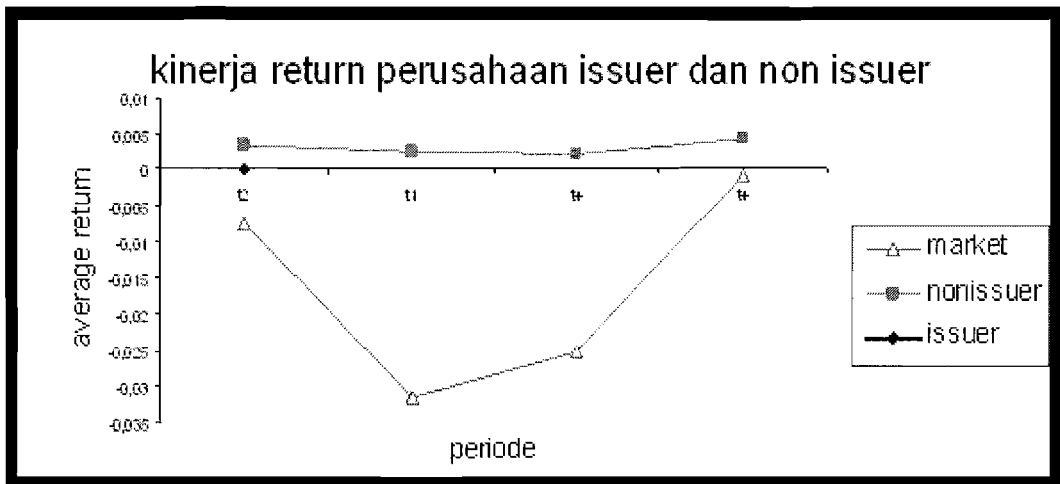
Tabel 3
Perbandingan kinerja *return* saham perusahaan *issuer* dan non *issuer* dan pasar

Kinerja Return Saham				
	t-2	t-1	t+1	t+2
<i>Issuer</i>	0,001212	0,001084	0,003205	0,00281
Non- <i>issuer</i>	0,003489	0,002638	0,002054	0,004173
Market	-0,01078	-0,03406	-0,02724	-0,0049
Market Adjusted				
Mean Diff	0,005	0,0179	-0,0083	-0,00462
t-statistik	1,784	3,491	-1,557	1,801
p-value	0,08**	0,001*	0,126	0,078**
Non Issue Adjusted				
Mean Diff	0,000613	0,00315	0,00205	0,00602
t-statistik	0,918	1,204	-0,386	11,964
p-value	0,527	0,440	0,0765 **	0,000*

*) Signifikan pada level 5%

***) Signifikan pada level 10%

Grafik 1
Kinerja Return Saham Perusahaan *Issuer* dibandingkan dengan *Non Issuer* dan pasar



Hasil dari tabel 3 menunjukkan bahwa kinerja *return* perusahaan *issue* dan *non issue* bagus, tetapi pasar merespon negatif pada t-1 perusahaan *issue* kinerja *return* perusahaan turun, hal ini juga dialami oleh perusahaan *non issue* dan pasar.

Pada panel B menunjukkan hasil pengujian t sampel independen antara *return* bulanan perusahaan dengan *return* pasar (*market adjusted return*) selama dua tahun sebelum *right issue* dan sesudah *right issue* menunjukkan nilai p signifikan secara statistik pada periode t-2, t-1, dan t+2 pada level yang berbeda, perusahaan *issue* menunjukkan kinerja yang membaik dengan nilai p yang signifikan secara statistik terjadi pada t+1 dan t+2 dengan level yang berbeda.

Melihat garfik 1 tampak terjadi penurunan kinerja *return* pasar pada t-1 yang merosot tajam, berarti pasar merespon negatif. Hal ini, menunjukkan bahwa kegiatan *right issue* perusahaan untuk memperoleh tambahan dana dinilai pasar sebagai signal negatif (perusahaan kesulitan keuangan).

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris guna membandingkan kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah *right issue*. Proksi yang digunakan untuk menilai kinerja keuangan dan operasi perusahaan adalah rasio-rasio keuangan perusahaan dan operasi kinerja *return* saham. Rasio-rasio tersebut terbagi atas rasio likuiditas, *leverage*, rasio operasi dan *turn over* serta rasio profitabilitas. Kinerja *return* saham dalam jangka panjang dihitung sebagai rata-rata *return* bulanan dalam satu tahun selama lima tahun pengamatan. Hasil penelitian tidak berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan, bahwa dengan melakukan *right issue* perusahaan belum sepenuhnya keluar dari

permasalahan pendanaan seperti yang peneliti lakukan, dimana tahun 1997-1999. Indonesia mengalami krisis ekonomi yang sangat mengganggu perekonomian. Terutama perusahaan yang kinerjanya memang benar-benar kurang efisien dan sangat peka terhadap fluktuasi perekonomian dunia. Akibatnya, walaupun perusahaan sudah melakukan suntikan dana melalui *right issue*, para investor masih saja merespon negatif terhadap penjualan saham perusahaan yang melakukan *right issue*.

Diharapkan untuk penelitian berikutnya agar meneliti pengaruh *right issue* terhadap kinerja perusahaan dan pasar dengan cara meregres dan uji beda, peneliti berikutnya juga untuk memilih sampel perusahaan yang lebih banyak, dengan variabel-variabel yang lebih mendukung penelitian dan juga rentang waktu yang lebih lama (diatas 5 tahun). Hal ini dimungkinkan, jika dikemudian hari perekonomian Indonesia membaik dan didukung data dari pasar modal yang akurat. Jika penelitian ini masih jauh dari yang diharapkan, harap dimaklumi karena waktunya yang berada pada periode krisis ekonomi.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, E.I. 1986. Financial Ratios, Discreiminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, September.
- Brigham, Eugene,L.C. Gapensky, dan P.R.Daves.1999. Intermediate Financial Management, Sixth Edition.*The Dryden Press Hartcourt Brace College Publishers*.
- Budiarto, Arif, dan Zaki Baridwan.1999, Pengaruh pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di Bursa Efek Jakarta periode 1994-1996. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol.2no.1.
- Denis, David J. 1994. Investment opportunities ang the market reaction to equity offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.29no.2.
- Dhatt, M.S.,Kim, Y.H., dan Mukherji, S. 1996. Seasoned Equity Issues: The Korean experience. *Pasific Basin Finance Journal* 4, hal31-44.
- Eckbo, B.E., Masulis, R. W. 1992. Adverse Selection and The Rights Offer Paradox. *Journal of financial Economics* 32,293-332.
- Emery, Douglas R dan John D.Finnerty,1997,Corporate Financial Management. New Jersey : *Prentice Hall, Inc*.
- Fakhrudin, M. dan Hadianto, M.S.2001. Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal, Buku Satu. *PT.Elex Media Komputindo*, hal 66.
- Hansen, R.S.,1989. The Demise of The Rights Issue.*Review of Financial Studies* 1, 289-309.
- Harikumar, T. dan Harter, C.I. ,1992,Earnings Response Coefficient and Persistence :New Evidence Using Tobin's Q as A Proxy for Persistence.*Journal of Accounting, Auditing & Finance*.
- Harto Puji, 2002, Analisis kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi 4.Indonesia:IAI*,hal 307-322
- Healey, Paul dan Khrisna G. Palepu.1990. Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offer. *Journal of Accounting Research*.Vol.28,spring.

- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover. *American Economic Review*, 76.
- Kang, J., Stulz, R. 1996. How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues. *Review of financial studies* 9, 109-139.]
- Korajczyk, R.A., Lucas, D.J., Mc Donald, R.L. 1992. Equity Issues with Time-varying Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 397-418.
- Loderer, C., Zimmermann, H. 1988, Stock Offering in a Different Institutional Setting: The Swiss Case, 1973-1983. *Journal of Banking Finance* 12, 353-378.
- Loghran, Tim dan Jay R. Ritter. 1997. The Operating performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, vol. LII, no. 5, Desember 1997.
- Machfoedz, Mas'ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earning Changes in Indonesia. *Kelola*, no. 7.
- _____, 1999. Pengaruh Krisis Moneter pada efisiensi perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, vol. 14.
- Marsden, Alastair. 2000. Shareholder Wealth Effect of Rights Issues: Evidence from The New Zealand Capital Market. *Pasific Basin Finance Journal*, Vol. 8.
- Miller, M., dan Rock. 1985. Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Financial*, p. 1031-1051.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial economics* 13, 187-221
- Ohlson, James A. 1980. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*. Vol. 18, Spring.
- Ou, Jane dan S.H Penmann. 1989. Financial Analysis and the Prediction of stock Return. *Journal of Accounting and Economics*, 11.
- Ross, Stephen A., R.W. Westerfield, dan J. Jaffe. 1998. *Corporate Finance*. Fourth edition. Irwin Mc-GrawHill.
- Thomson, James B. 1991. Predicting Bank Failure in the 1980s. *Economic Review* (First Quarter)
- Tsangarakis, N., 1996. Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece. *Financial Management* 25, 21-32.
- White, R.W., dan Lusztig, P.A. 1980, The Price Effects of Rights Offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15, 23-40.
- Zainuddin, dan Jogiyanto Hartono. 1999. Manfaat Rasio Keuangan Dalam Memprediksikan Pertumbuhan Laba: Suatu Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi*, Vol 2, no. 1