

KEMAMPUAN PASAR MODAL DALAM MENGANTISIPASI KINERJA OPERASIONAL PERUSAHAAN DI MASA DATANG: DALAM KONTEKS EQUITY *RIGHT ISSUE* DI INDONESIA

Etty Indriani

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi-AUB Surakarta

Abstract

The study addressed to: (1) investigated the market reaction toward right issue announcement; (2) gave an empirical evidence of association of stock market reaction with firm's operational performance in the future; (3) examined specific variables of right issue s that might explain the reaction of the stock market at the announcement and the operational performance of firms in the future. Result shows that the Indonesian stock market gave negative reaction on the third and fourth days after the right issue announcement. So the stock market had late caught the information. Further, the firms did the right issue s gained higher operating performance level in the second and third year than average level in the terms of firm operating performance in the same industry that did not do the right issue . The changes of firm's operating performance in the future tend to the positive change. The issue-price was the specific variable of the right issue that influenced positively on the abnormal return. Meanwhile, the issue-price negatively affected on the future firm's operating performance. In the empirical evidence equity right issue s, the stock market reaction might to anticipate the change of the future firm's operating performance through the specific variable issue-price with opposite direction.

Keywords: *the ability of stocks market; firm's operational performance; right issue*

PENDAHULUAN

Perusahaan yang sudah terdaftar di pasar modal (*go public*) apabila memerlukan tambahan modal, baik untuk ekspansi usaha maupun memperkuat struktur modal dapat melakukan penawaran saham lagi kepada investor melalui penawaran terbatas atau *right issue* atau *right offering*. Di pasar modal Indonesia, *right issue* masih merupakan keharusan bagi perusahaan yang ingin menambah modalnya melalui penawaran saham baru¹, sebelum dikeluarkannya peraturan

yang memperbolehkan pengeluaran saham baru tanpa melalui *right issue* tahun 1998. *Right issue* menjadi salah satu cara alternatif untuk mendapatkan tambahan modal yang semakin diminati perusahaan publik. Kebutuhan dana baru yang didapatkan dari *right issue* umumnya dinyatakan akan dimanfaatkan untuk ekspansi usaha atau akuisisi eksternal maupun internal.

melalui *right issue* baru dikeluarkan tahun 1998, yaitu dengan Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-44/PM/1998 tentang Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu tanggal 14 Agustus 1998.

¹ Di pasar modal Indonesia, peraturan yang membolehkan pengeluaran saham baru tanpa

Dari berbagai penelitian empiris mengenai penawaran saham melalui *right issue* yang dihubungkan dengan kandungan informasi, mendapatkan hasil yang berbeda-beda. Sebagian penelitian ada yang memberikan hasil pengaruh positif, pengaruh negatif dan ada yang tidak berpengaruh (tidak signifikan) terhadap harga saham.

Kinerja operasional perusahaan setelah *right issue* diharapkan menjadi lebih baik karena penambahan saham baru membuat perusahaan ke arah perkembangan struktur modal yang lebih baik. Namun belum banyak bukti empiris yang mengkaitkan dampak penambahan modal melalui *right issue* terhadap kinerja operasional perusahaan jangka panjang setelah *right issue*.

Masalah yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah: (1) reaksi pasar modal terhadap pengumuman *right issue*; (2) arah perubahan kinerja operasional perusahaan jangka panjang post-*right issue*; (3) apakah reaksi pasar modal pada event pengumuman *right issue* dapat mengantisipasi dengan tepat perubahan-perubahan kinerja operasional perusahaan setelah *right issue*?; (4) pengaruh variabel-variabel spesifik *right issue* terhadap reaksi pasar modal pada saat pengumuman *right issue* dan kinerja operasional perusahaan di masa datang post-*right issue*.

TINJAUAN LITERATUR

Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*). Menurut Fama (1970) pasar efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong*) merupakan bentuk efisiensi pasar yang lebih komprehensif karena dalam bentuk ini

harga saham di samping dipengaruhi oleh data pasar (harga saham dan volume perdagangan masa lalu), juga dipengaruhi oleh semua informasi yang dipublikasikan.

Teori Sinyal (*Signaling Theory*).

Asumsi utama dalam teori sinyal adalah bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar. Manajer adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan-nya, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibanding pihak luar perusahaan (investor) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperolehnya tentang semua hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal. Sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap adanya *event* tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga dan volume perdagangan saham yang terjadi.

Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa manajer yang memiliki informasi privat yang lebih, mempunyai dorongan untuk melakukan *issue* ekuitas pada saat terjadi harga pasar saham lebih besar daripada nilai intrinsiknya atau saham tersebut *overvalued*. Investor mengetahui bahwa manajer akan menghindari pengeluaran saham pada saat saham *undervalued* sehingga investor menginterpretasikan penawaran saham sebagai suatu sinyal dari adanya harga

saham *overvaluation*. Alasan ini secara umum dikenal dalam literatur sebagai hipotesis informasi asimetri (*information asymmetry hypothesis*). Semakin besar *overvalued* (informasi asimetri) maka semakin tinggi kemungkinan penurunan harga saham.

BUKTI-BUKTI EMPIRIS

Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman *Right issue*. Beberapa temuan empiris yang menunjukkan hasil yang positif diantaranya penelitian yang dilakukan oleh: Kang (1990), Tsangarakis (1996), Loderer dan Heinz (1988). Beberapa temuan empiris yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan adalah penelitian dari: Scholes (1972), Smith (1977). Beberapa temuan empiris penelitian yang mempunyai pengaruh negatif di antaranya adalah penelitian dari: Marsh (1979), Asquith dan Mullins (1986), Masulis dan Korwar (1986), Myers dan Majluf (1984), Barclay dan Litzenberger (1988), Mikkelson dan Partch (1986) dan Kothare (1997).

***Right issue* dan Kinerja Perusahaan.** Loughran dan Ritter (1997) dan McLaughlin dkk.(1996) menganalisis *operating performance* perusahaan yang dihubungkan dengan penerbitan saham di US. Mereka mendokumentasikan bahwa kinerja perusahaan memburuk setelah penawaran. Lee dan Loughran (1998) melaporkan penurunan sebagian besar dalam kinerja operasi perusahaan setelah penawaran *convertible debt*. Kabir dan Roosenboom (2003) memberikan bukti empiris bahwa *stock market* di Belanda mampu memprediksi *operating performance* perusahaan dalam kasus *right issue* .

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Hipotesis Reaksi Investor Terhadap Pengumuman *Right issue*. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa manajer-manajer yang memiliki informasi rahasia mempunyai dorongan untuk melakukan *issue* ekuitas pada saat terjadinya harga saham pasar lebih besar daripada nilai intrinsik mereka (*overvalued*). Investor mengetahui bahwa manajer akan menghindari penawaran saham pada waktu harga saham *undervalued* sehingga investor menginterpretasikan penawaran saham sebagai suatu sinyal dari adanya harga saham *overvaluation*. Hal itu akan menyebabkan harga saham perusahaan akan turun menuju pada *fair value*, sehingga menyebabkan *return* negatif.

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

Hipotesis Kinerja Operasional Perusahaan Setelah *Right issue*. Ambarish et al., (1987) yang memberikan alasan bahwa akibat pengumuman *right issue* pada kenyataannya mencerminkan sumber informasi asimetri dari nilai *assets* yang ada atau peluang investasi. Menurut model tersebut reaksi negatif pasar terhadap penawaran saham akan memperlambat perusahaan yang mempunyai pertumbuhan rendah (perusahaan tersebut mempunyai *assets* yang besar tetapi memiliki kesempatan investasi terbatas) sebaliknya akan memberi pengaruh mengurangi untuk perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi (perusahaan yang memiliki *assets* yang terbatas tetapi memiliki kesempatan investasi yang banyak). Kabir dan Roosenboom (2003)

mengemukakan bahwa keseluruhan dari rata-rata penurunan pada kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* hasilnya lebih kecil daripada kinerja operasional perusahaan yang tidak melakukan *right issue* dalam jangka panjang.

H2: Perusahaan yang melakukan *right issue* mempunyai kinerja operasional yang lebih rendah (negatif) dibandingkan rata-rata kinerja operasional perusahaan yang tidak melakukan *right issue* dalam industri yang sama pada tahun-tahun sesudah tahun terjadinya *event* pengumuman *right issue*.

Hipotesis Pengaruh Variabel Spesifik *Right issue* Terhadap Abnormal Return dan Kinerja Operasional Perusahaan di Masa Datang. Hipotesis informasi asimetri memprediksi semakin tinggi ukuran *right issue* atau semakin rendah penawaran harga *right issue* (potongan harga semakin besar), maka informasi asimetri ditandai dengan pasar memberikan respon negatif dan oleh karena itu akan terdapat *abnormal return* negatif. Hipotesis lain yang memprediksi penurunan harga saham yang berkaitan dengan pengumuman *right issue* dapat juga dijelaskan dengan *the overinvestment of free cash flows hypothesis* (Jensen, 1986). Hipotesis tersebut memandang bahwa manajer perusahaan cenderung meningkatkan jumlah asset di bawah kendali mereka meskipun jika melakukan hal tersebut akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan.

H3a: *Issue-size* berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* pada pengumuman *right issue*.

H3b: *Issue-price* berpengaruh positif terhadap *abnormal return* pada pengumuman *right issue*.

H3c: *Market-to-book ratio* perusahaan berpengaruh positif terhadap *abnormal return* pada pengumuman *right issue*.

H4a: *Issue-size* berpengaruh negatif terhadap kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang (*post-right issue*).

H4b: *Issue-price* berpengaruh positif terhadap kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang (*post-right issue*).

H4c: *Market-to-book ratio* perusahaan memberikan pengaruh positif pada kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang (*post-right issue*).

METODOLOGI PENELITIAN

A. Data

Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta tahun 1991 sampai tahun 1994. Penentuan sampel dengan teknik *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria tertentu, terjadi pengurangan sampel dari 61 menjadi 41 perusahaan (tabel 1).

B. Prosedur Pengolahan Data

• Pengujian Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman *Right issue*.

Menghitung *abnormal return* pada 5 hari di sekitar pengumuman menggunakan model pasar. Untuk mengurangi terjadinya bias akibat terjadi *synchronous trading* di BEJ maka beta yang akan digunakan untuk menentukan *return* ekspektasi

Tabel 1. Sampel untuk Melihat Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman *Right Issue*

Tahun	Jumlah Peristiwa Berdasarkan Tanggal Prospektus Final	Jumlah Sampel untuk Melihat Reaksi Pasar		
		Σ sample digunakan	Σ sampel disisihkan	Alasan
1991	2	2	-	-
1992	4	4	-	-
1993	29	20	6	▪ Perusahaan keuangan
1994	26	15	3	▪ Data tidak lengkap
			9	▪ Perusahaan keuangan
			1	▪ Overlap saham bonus atau sahamdividen
			1	▪ Data tidak lengkap
Total	61	41	20	

dikoreksi menggunakan metode Fowler dan Rourke (1983) dengan 4 lead dan 4 lag (Hartono dan Suriyanto, 2000). Pengujian statistik terhadap *abnormal return* dilakukan untuk melihat signifikansi abnormal return yang ada di periode peristiwa dengan one-sample t-test. Selanjutnya menghitung cumulative *abnormal return* (CAR) masing-masing saham untuk sub periode 5 hari di seputar tanggal pengumuman dan menganalisis hasil *abnormal return* kumulatif pada sub-sub periode di seputar hari pengumuman untuk melihat karakteristik saham secara keseluruhan selama periode pengumuman *right issue* serta untuk memperkuat hasil pengujian.

• Pengujian Perubahan Kinerja Operasional Perusahaan Pada Tahun-tahun Setelah *Right issue*.

Pengujian dilakukan untuk mengamati arah perubahan kinerja operasional perusahaan pada tahun setelah *right issue* dengan menggunakan tahun pada saat event sebagai tahun fiskal *right issue* (tahun

0). Prosedur pengujian meliputi: (1) Penghitungan kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* yang diukur dengan melalui net income dibagi *total assets*, *cash flow* dibagi *total assets*, EBIT dibagi *total assets* dan EBITDA dibagi *total assets* atau berdasarkan pada *return on assets* (ROA). Kemudian menghitung kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* dengan ukuran yang sama berdasarkan pada *return on sales* (ROS). Untuk lebih mengetahui pengaruh *right issue* terhadap *operational capital* maka digunakan pendekatan *return on invested capital* (ROIC); (2) Menghitung kinerja operasional perusahaan-perusahaan yang tidak melakukan *right issue* dalam industri yang sama dan pada tahun yang sama, kemudian dihitung rata-ratanya (*mean*); (3) Menghitung perbedaan kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* dengan mean kinerja operasional perusahaan yang tidak melakukan *right issue*. Menguji signifikansi perubahan dan arah perubahan eksekusi kinerja operasional antara tahun fiskal *right issue* (tahun 0)

dengan tahun ke 1, 2 dan 3 menggunakan Wilcoxon signed ranks test.

Pengujian Pengaruh Variabel Spesifik Terhadap Abnormal Return Pada saat *Pengumuman dan Kinerja Operasional* Perusahaan di Masa Datang. Prosedur pengujian dilakukan dengan menggunakan *cross-sectional regressions* untuk melihat pengaruh variabel spesifik *right issue –issue-size, issue-price dan market-to-book ratio* terhadap kumulatif *abnormal return* pada 5 hari sesudah pengumuman dan terhadap kumulatif kinerja operasional perusahaan setelah *right issue*. Regresi diuji dengan *white heteroskedasticity-adjusted*.

ANALISIS

• Reaksi Pasar Modal Pada Saat Pengumuman *Right issue*

Kumulatif abnormal return modal pada sub-periode sesudah pengumuman signifikan negatif secara statistik pada level 1% (tabel 2). Hal ini didukung dengan adanya abnormal return yang negatif signifikan secara statistik pada hari ke +3 dan +4 sesudah pengumuman pada level masing-masing 5% dan 1% (tabel 3). Dari hasil tersebut dapat diinterpretasikan bahwa pasar modal bereaksi negatif signifikan terhadap pengumuman *right issue* pada hari +3 dan +4 sesudah hari pengumuman. Fakta ini menunjukkan bahwa pasar modal di Indonesia tidak terjadi kebocoran dan mengalami keterlambatan dalam menyerap informasi.

• Kinerja Operasional Perusahaan

Tabel 4 memperlihatkan arah perubahan rata-rata tingkat abnormal kinerja operasional perusahaan untuk tiga

Tabel 2. Kumulatif Abnormal Return pada Sub-periode di Sekitar Hari Pengumuman *Right Issue* Tahun 1991-1994

Sub Periode	Abnormal Return	t-statistik
-5 s/d -1	-2,86	-2,092**
0	0,10	0,118
+1 s/d +5	-9,01	-3,748***

Tabel 3. Abnormal Return Harian di Sekitar Hari Pengumuman *Right Issue* Tahun 1991-1994

Hari ke	Rata-rata Abnormal Return (%)	t-statistik
-5	0,22	0,607
-4	0,26	0,561
-3	-0,69	-1,686*
-2	-1,44	-1,101
-1	-1,21	-1,869*
0	0,10	0,118
+1	0,56	0,746
+2	-2,17	-1,497
+3	-1,43	-2,499**
+4	-2,81	-2,560***
+5	-3,16	-1,896*

Keterangan: Simbol *, ** dan *** mengindikasikan signifikan secara statistik pada α masing-masing sebesar 10%, 5% dan 1%.

tahun setelah *right issue* dengan tahun 0 digunakan sebagai tahun fiskal *right issue*. Selanjutnya untuk memeriksa kualitas arah perubahan dilakukan dengan menghitung perubahan dari tahun demi tahun (tabel 5).

Tabel 4. Tingkat Abnormal Kinerja Operasional Perusahaan pada Periode Setelah *Right Issue* (dalam persentase)

	Tahun 0	Tahun 1	Tahun 2	Tahun 3
Panel A: Ukuran ROA				
Net income/Total assets	-0,97	-0,35	0,91**	3,53***
Cash flow/ Total assets	3,55	4,17	3,27	5,12
EBIT/ <i>Total assets</i>	-0,59	-1,34	0,52	3,54***
EBITDA/ <i>Total assets</i>	0,015	-2,05**	-0,71	1,48
Panel B: Ukuran ROS				
Net income/Total sales	1,96	3,74	5,38***	1,92
Cash flow/ Total sales	0,73	30,99	6,97	18,46
EBIT/ <i>Total sales</i>	1,63	3,5	4,07	11,57***
EBITDA/ <i>Total sales</i>	3,38	4,92	4,51	7,42
Panel C: Ukuran ROIC				
NOPAT/TOIC	-0,85	-0,52	1,14***	2,43***

Tabel 5. Perubahan Tingkat Abnormal Kinerja Operasional Perusahaan pada Periode Setelah *Right Issue* (dalam persentase)

	Tahun 0 ke 1	Tahun 1 ke 2	Tahun 2 ke 3
Panel A: Ukuran ROA			
Net income/Total assets	0,62	1,26	2,61
Cash flow/ Total assets	0,62	-0,90	1,85
EBIT/ <i>Total assets</i>	-0,75	1,87**	3,02
EBITDA/ <i>Total assets</i>	-2,07	1,34**	2,19
Panel B: Ukuran ROS			
Net income/Total sales	0,72	1,33	-12,46*
Cash flow/ Total sales	8,82	-22,37	9,89
EBIT/ <i>Total sales</i>	0,86	1,61	4,35
EBITDA/ <i>Total sales</i>	-1,77	0,67	3,63
Panel C: Ukuran ROIC			
NOPAT / TOIC	0,33	1,65	1,29

Keterangan: Simbol *, ** dan *** menunjukkan signifikansi pada level 10%, 5% dan 1% yang diindikasikan melalui *wilcoxon signed-ranks statistic*.

Interpretasi Hasil. Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat perubahan yang signifikan kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* dari tahun fiskal *right issue* (tahun 0): (a) ke tahun 1 dengan arah negatif melalui rasio EBITDA terhadap total assets namun tidak merata untuk semua ukuran kinerja perusahaan; (b) ke tahun ke 2 dan ke 3 dengan arah positif melalui rasio net income dan EBIT terhadap total assets dan total penjualan serta rasio NOPAT terhadap total operating invested capital atau hampir merata untuk semua ukuran kinerja operasional perusahaan. Interpretasi dari hasil di atas adalah bahwa terdapat perubahan ke arah positif yang signifikan pada kinerja operasional jangka panjang perusahaan yang melakukan *right issue* dimulai dengan tahun kedua dan ketiga yang disebabkan adanya *right issue*. Hasil penelitian ini tidak sama seperti yang dilakukan oleh Kabir dan Roseenboom (2002) yang menunjukkan bahwa kinerja operasional perusahaan jangka panjang dalam kaitannya dengan *right issue* di Belanda cenderung menurun dibawah rata-rata kinerja operasional perusahaan

yang tidak melakukan *right issue* dalam industri yang sama. Hal ini bisa terjadi karena perbedaan peraturan antara pasar modal Belanda dan Indonesia. Di pasar modal Indonesia, *right issue* masih merupakan keharusan bagi perusahaan yang ingin menambah modalnya melalui penawaran saham baru sebelum dikeluarkan peraturan yang memperbolehkan pengeluaran saham baru tanpa melalui *right issue* tahun 1998. *Right issue* bagi manajer merupakan alternatif untuk mendapatkan tambahan modal dengan cara yang relatif murah daripada penawaran umum dan didukung ada kemungkinan bahwa manajer mempunyai motivasi yang cukup baik terhadap tambahan modal dari *right issue* untuk membiayai investasi yang mempunyai NPV positif.

• **Analisis Pengaruh Variabel Spesifik Terhadap *Abnormal Return* Pada Pengumuman *Right issue*.**

Pengujian menggunakan analisis regresi cross-sectional. Regresi ini telah diuji dengan uji White dengan hasil tidak terdapat heteroskedastisitas. Kumulatif

Tabel 6. Regresi Cross-sectional Kumulatif Abnormal Return pada Variabel-variabel Spesifik *Right Issue*

Model	Intercept	Issue-size	Issue-price	M/B	Adj. R ²
1	-0,04 (-0,93)	-0,15 (-1,63)			0,04
2	-0,21 (-4,23)***		0,21 (2,72)***		0,14
3	-0,17 (-2,49)**	-0,09 (1,02)	0,19 (2,34)**		0,14
4	0,23 (-4,11)***		0,19 (2,37)**	0,02 (0,76)	0,13
5	-0,18 (-2,32)**	-0,08 (-0,81)	0,18 (2,17)**	0,01 (0,45)	0,12

Keterangan: Simbol *, ** dan *** mengindikasikan signifikan secara statistik pada level 10%, 5% dan 1%.

abnormal return pada periode pengumuman *right issue* sebagai variabel dependen. Variabel yang menjelaskan (independen) adalah variabel yang digunakan sebagai proksi informasi asimetri dan *free cash flow*. Nampak dalam tabel 6.

Interpretasi Hasil. Hasil yang diperoleh konsisten dengan hipotesis informasi asimetri yang mengasumsikan bahwa jika harga saham overvalued, manajer perusahaan lebih suka untuk meningkatkan modal ekuitas baru sebanyak mungkin dan secepat mungkin. Sebagai tambahan, mereka cenderung untuk menyediakan lebih banyak pilihan

yang lebih rendah atau potongan harga yang lebih tinggi sebagai sinyal bahwa harga akan turun menuju pada *fair value* sehingga menyebabkan *abnormal return* negatif. *Issue-price* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar modal pada saat pengumuman *right issue* sehingga *issue-price* inilah yang dapat digunakan untuk memprediksi kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang.

• **Analisis Pengaruh Variabel Spesifik Terhadap Kinerja Operasional Perusahaan di Masa Datang.**

Tabel 7. Regresi Cross-sectional Kumulatif Ekses Kinerja Operasional pada Variabel Spesifik

Dependent variable	Intercept	Issue-size	Issue-price	M/B ratio	Adj. R ²
NI / Total assets	7,7 (0,62)	-7,52 (-0,49)	-27,81 (-2,14)**	7,87 (2,22)**	0,12
CF / Total assets	35,03 (1,62)	-8,85 (-0,33)	-19,41 (-0,86)	-2,51 (-0,41)	-0,05
EBIT / Total assets	19,25 (1,32)	-10,59 (-0,59)	-43,35 (-2,85)***	6,53 (1,57)	0,14
EBITDA/Total assets	21,47 (1,30)	-19,52 (-0,96)	-47,56 (-2,76)***	6,49 (1,38)	0,13
NOPAT / TOIC	16,34 (1,51)	-5,84 (-0,5)	-16,99 (-1,82)*	-0,88 (-0,23)	0,01

Keterangan: Simbol *, ** dan *** mengindikasikan signifikan secara statistik pada level 10%, 5% dan 1%.

penawaran potongan harga demi keberhasilan *right issue*. Hipotesis informasi asimetri memprediksi semakin rendah harga *right issue* (*issue-price*) atau potongan harga semakin besar, maka informasi asimetri ditandai dengan pasar memberikan respon negatif dan semakin besar penurunan kinerja. Harga penawaran

Hasil regresi cross-sectional pada tabel 7 menunjukkan bahwa *issue-price* berpengaruh negatif signifikan pada kumulatif kinerja operasional perusahaan.

Interpretasi Hasil. *Issue-price* dan M/B rasio dapat menjelaskan kinerja operasional perusahaan yang melakukan

right issue di masa datang. Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel *issue-price* memberikan pengaruh yang negatif signifikan terhadap kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang. Dengan kata lain semakin rendah harga penawaran saham terbatas (*issue-price*) atau potongan harga semakin tinggi maka kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang semakin tinggi. Hal ini dapat dijelaskan bahwa manajer mempunyai motivasi yang baik dalam melakukan *right issue*, dalam arti manajer mempunyai anggapan *right issue* merupakan suatu alternatif yang murah untuk menambah modal dan mempunyai keinginan menggunakan tambahan dana dari *right issue* untuk membiayai investasi yang mempunyai NPV positif. Sehingga mereka yakin akan mendapatkan kinerja operasional yang lebih baik setelah *right issue*. Berkaitan dengan hal tersebut maka manajer mempunyai asumsi bahwa apabila perusahaan menggunakan penawaran harga saham relatif rendah atau potongan harga yang tinggi maka akan segera mendapatkan tambahan dana yang besar dan akan menyebabkan kinerja operasional di masa datang lebih tinggi. *Issue-price* memberikan prediksi negatif pada kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang.

Hasil Pengujian Hipotesis. Secara keseluruhan hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa H1, H3b dan H4c terbukti sedangkan H2, H3a, H3c, H4a, H4b tidak terbukti.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian 41 sampel perusahaan yang melakukan *right*

issue di Bursa Efek Jakarta tahun 1994 dan sebelumnya, maka disimpulkan:

1. Pasar modal di Indonesia –Bursa Efek Jakarta– memberikan reaksi negatif terhadap pengumuman *right issue* pada hari ketiga dan keempat sesudah pengumuman *right issue*. Pasar modal di Indonesia terbukti tidak efisien karena mengalami keterlambatan dalam menyerap informasi.
2. Perusahaan yang melakukan *right issue* mempunyai kinerja operasional yang lebih tinggi (positif) di atas rata-rata kinerja operasional perusahaan yang tidak melakukan *right issue* pada industri yang sama pada tahun kedua dan ketiga setelah *right issue*. Hal ini disebabkan karena manajer mempunyai motivasi yang baik sehingga tambahan dana melalui *right issue* digunakan dalam investasi yang mempunyai NPV positif dan karakteristik pasar modal berkaitan dengan adanya peraturan sebelum tahun 1998 dimana *right issue* masih merupakan keharusan bagi perusahaan yang ingin menambah modalnya melalui penawaran saham baru.
3. *Issue-price* merupakan variabel spesifik dari *right issue* yang dapat menjelaskan reaksi pasar modal pada event pengumuman *right issue*. *Issue-price* berpengaruh positif pada besarnya (*magnitude*) abnormal return pada hari-hari di sekitar pengumuman *right issue*.
4. *Issue-price* memberikan pengaruh negatif dan signifikan pada kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang. Berkaitan dengan hal tersebut maka manajer mempunyai

anggapan bahwa apabila perusahaan menggunakan penawaran harga saham terbatas (*issue-price*) relatif rendah atau potongan harga *right issue* yang tinggi maka akan segera mendapatkan tambahan dana yang besar dan akan menyebabkan kinerja operasional di masa datang lebih tinggi.

5. Reaksi pasar modal pada *event* pengumuman *right issue* dapat mengantisipasi perubahan kinerja operasional perusahaan yang melakukan *right issue* di masa datang melalui variabel spesifik *issue-price* dengan arah yang berlawanan.

Keterbatasan Penelitian. Keterbatasan penelitian ini adalah: (1) jangka waktu pengamatan untuk melihat perubahan kinerja operasional perusahaan setelah melakukan *right issue* dalam jangka panjang hanya terbatas tiga tahun karena keterbatasan data; dan (2) penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel spesifik *right issue* sebagai proksi *asymmetric information hypothesis* dan *free cash flow hypothesis* yang mengacu pada Kabir dan Roseenboom (2003) untuk menjelaskan kinerja.

Penelitian Selanjutnya. Penelitian selanjutnya disarankan untuk: (1) menggunakan periode pengamatan kinerja operasional perusahaan setelah *right issue* selama lima tahun sehingga akan lebih menjelaskan arah perubahannya; (2) meneliti kemampuan pasar modal dalam memprediksi kinerja operasional perusahaan jangka panjang pada masa krisis; (3) meneliti apakah ada perbedaan kinerja operasional perusahaan setelah *right issue* antara perusahaan keuangan dan non

keuangan; dan (4) dapat lebih menggali faktor-faktor spesifik yang dipergunakan untuk menjelaskan kinerja operasional perusahaan dengan mengacu Tsangarakis (1996), karena dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja operasional perusahaan mengalami peningkatan atau perubahan positif setelah *right issue*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ambarish, R., K. John dan J. Williams. (1987). Efficient Signaling with Dividends and Investments. *The Journal of Finance*, 2: 321-343.
- Asquith, P., and David W. Mullins. (1986). Equity Issue and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics*, 15: 61-89.
- Barclay, Michael J. and Litzenberger, Robert H. (1988). Announcement Effect of New Equity Issues and the Use of Intraday Prices. *Journal of Financial Economics*, 21: 71-100.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25:383-417.
- Fowler, D.J., dan C.H. Rorke. (1983). The risk Measurement When Shares are Subjected to Infrequent Trading. *Journal of Financial Economics*, 12: 279-289.
- Hartono, J., dan Suriyanto. (2000). Bias in Beta Values and Its Correction: Empirical Evidence from the Jakarta Stock Exchange. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 2:337-349.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and

- Takeovers. *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Kabir, R. and Roosenboom, P. (2003). Can the Stock Market Anticipate Future Operating Performance? Evidence from Equity Rights Issues. *Journal of Corporate Finance*, 9: 93-113.
- Kang, H. (1990). *Effect of Seasoned Equity Offerings in Korea on Shareholder's Wealth. Pasific Basic Capital Market Research*. S.G. Rhee dan R.P. Chang eds., North Holland, Elsevier Science Publisher B.V., p:265-282.
- Kothare, M. (1997). The Effects of equity Issues on Ownership Structure and Stock Liquidity: A Comparison of right and Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 1: 131-148.
- Lee, I., and Loughran, T. (1998). Performance Following Convertible Bond Issuance. *Journal of Corporate Finance*, 4: 185-207.
- Levis, M. (1995). Seasoned Equity Offerings and the Short-and Long-run Performance of Initial Public Offerings in the UK. *European Financial Management*, 1: 125-146.
- Loderer, C., and Zimmermann, H. (1988). Stock Offerings in a Different Institutional Setting: The Swiss Case, 1973-1983. *Journal of Banking and Finance*, 12: 353-378.
- Loughran, T., and Ritter, J. (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, 52: 1823-1850.
- Masulis, Ronald W. and Korwar, Ashok N. (1986). Seasoned Equity Offering: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economic*, 15: 91-118.
- Marsh, P. (1979). Equity *Right issue* and the Efficiency of UK Stock Market. *Journal of Finance*, September: 835-862.
- McLaughlin, R., Safieddine, A., and Vasudevan, G. (1996). The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-issue Performance. *Financial Management*, 25: 41-53.
- Mikkelson, Wayne H. and Partch, Megan M. (1986). Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process. *Journal of Financial Economics*, 15: 31-60.
- Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investor Don't Have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Scholes, M. (1972). The Market for Securities: Substitution vs. Price Pressure and Effects of Information on Share Prices. *Journal of Business*, 45: 179-211.
- Smith, Clifford W. (1977). Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus Underwritten Offerings. *Journal of Financial Economics*, 5: 273-303.
- Tsangarakis, N. (1996). Shareholder Wealth Effects of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Right Offerings in Greece. *Financial Management*, 25: 21-32.