

BAB II LANDASAN TEORI

*

II.1. Nalar dari Masing-masing Konsep

II. 1.1. Pengertian *Right Issue*

Pengertian *right issue* atau hak emisi saham adalah penawaran saham biasa kepada para pemegang saham yang ada dan memegang hak untuk membeli saham emisi baru pada suatu diskonto dari harga saat saham tersebut ditawarkan kepada masyarakat atau publik. (Syahrul dan Nizar,2000: 1145-1146). *Right issue* bagi perusahaan merupakan alternatif untuk memperoleh tambahan dana dari pihak *ekstern* perusahaan ketika dana yang dibutuhkan melebihi jumlah yang tersedia dari sumber dana *intern-nya*. Perusahaan akan menawarkan saham baru itu dengan harga lebih murah dari harga saham saat ini, dengan tujuan agar investor lama berminat untuk membeli saham baru. Investor lama memiliki *preemptive right* atau hak membeli efek terlebih dahulu agar dapat mempertahankan proporsi kepemilikannya di perusahaan tersebut. Karena merupakan hak, maka investor tidak terikat untuk membelinya. Apabila investor tidak mau menggunakan haknya maka dia dapat menjual *right* tersebut. Dalam model penawaran *right* yang dijamin (*standby*) terdapat pihak *underwriter* yang menjamin untuk membeli saham yang tidak terjual pada saat tanggal jatuh tempo. Sedangkan penawaran *right* yang tidak dijamin tidak memiliki *standby commitment*. Kegiatan tersebut antara lain bertujuan untuk memperoleh dana yang digunakan sebagai investasi perusahaan dimasa mendatang.

II. 1.2. Kinerja Keuangan Perusahaan

Dalam penelitian ini kinerja keuangan perusahaan diukur melalui analisa laporan keuangan (*financial statement analysis*) perusahaan yang melakukan *right issue*. Analisa laporan keuangan merupakan metode yang digunakan oleh pihak-pihak yang berkepentingan, seperti investor, kreditur dan manajemen untuk mengevaluasi kondisi dan kinerja perusahaan di masa lalu, sekarang dan dimasa yang akan datang. Bentuk analisa laporan keuangan yang digunakan meliputi

empat kelompok rasio keuangan dan sejumlah sembilan rasio keuangan digunakan untuk menggambarkan kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah melakukan *right issue*, yaitu:

- 1) Rasio likuiditas yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang berjangka pendek tepat pada waktunya. Jenis rasio yang digunakan adalah *current ratio* (CR) yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar.
- 2) Rasio leverage menunjukkan kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam hal ini struktur modal yang berubah dengan dilakukannya *right issue* akan diteliti melalui perubahan solvabilitas, yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban pada pihak ketiga. Rasio yang digunakan adalah *debt ratio* yang merupakan perbandingan total hutang terhadap total aset.
- 3) Rasio aktivitas menunjukkan sejauh mana efisiensi perusahaan dalam menggunakan asset untuk memperoleh penjualan. Sedangkan sejauh mana efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan pendapatan perusahaan dijelaskan melalui *Asset Turnover Ratio* (ATO) yaitu rasio penjualan terhadap total aset.
- 4) Rasio profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba baik dalam hubungannya dengan penjualan, asset maupun laba bagi modal sendiri. Kinerja perusahaan diukur melalui rasio *Operating Profit Margin* (OPM) yaitu perbandingan antara laba operasi dengan penjualan, *Net Profit Margin* (NPM) yaitu perbandingan antara laba setelah pajak dengan penjualan, *Return on Investment Ratio* (ROI) yaitu rasio laba setelah pajak terhadap total aset perusahaan. Dan *Return on Equity Ratio* (ROE) yang merupakan perbandingan antara laba setelah pajak dengan ekuitas perusahaan.
- 5) Rasio pasar
Ada dua rasio yang digunakan untuk mengukur kinerja laba dibandingkan dengan kinerja *value of the firm*. Rasio pertama yaitu *Price Earning Ratio* (PER) yang mengukur perbandingan antara harga saham dengan laba bersihnya. Semakin besar rasio ini berarti semakin tinggi prospek

pertumbuhan perusahaan, sebaliknya semakin kecil rasio ini berarti menunjukkan resiko perusahaan yang lebih tinggi. Rasio kedua adalah *Price to Book Value* (PBV) yaitu perbandingan antara harga pasar saham dengan nilai buku ekuitasnya. Ukuran PBV menunjukkan tingkat kemahalan saham. Perusahaan yang memiliki tingkat PBV yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut memiliki *rate of return* yang tinggi, sehingga investor mau membeli lebih mahal. (Puji, 2001:313)

Analisa horizontal digunakan untuk mengevaluasi kecenderungan perkiraan selama beberapa tahun. Analisa vertical yang disebut juga analisa laporan keuangan ukuran umum (*common size financial statement*) merupakan laporan keuangan yang telah dikonversikan terhadap persentase penjualan dalam laporan rugi-laba atau total aktiva dalam neraca. Informasi dalam laporan ini telah distandarisasi dan pada akhirnya bisa digunakan untuk membandingkan perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran yang sangat berbeda.

II. 1.3. Reaksi Harga Saham

Karena penerbitan saham biasanya melempar sejumlah saham baru ke pasar, maka secara temporer penerbitan saham baru akan menekan harga saham. Jika jumlah saham baru yang diterbitkan sangat besar maka tekanan harga saham pasar akan semakin besar. Kepercayaan pada tekanan harga ini memberikan implikasi bahwa saham baru menekan harga saham secara temporer dibawah nilai sebenarnya. Bagaimanapun juga pandangan ini tidaklah terlalu sesuai dengan efisiensi pasar. Jika harga saham jatuh karena meningkatnya penawaran maka saham akan menawarkan return yang lebih tinggi daripada saham lain dan investor akan tertarik untuk melakukannya. Adanya pengumuman penawaran umum terbatas cenderung menimbulkan respon pasar yang negatif pada tanggal diumumkankannya penawaran umum terbatas dan disekitar tanggal pengumuman penawaran umum terbatas tersebut (*short event window*). Sedangkan dalam periode jangka panjang (*long event window*) cenderung menimbulkan respon pasar yang positif.

Penelitian Bayless dan Chaplinsky (1996) mengemukakan bahwa volume agregat penawaran saham digunakan untuk menentukan periode waktu yang tepat

untuk melakukan *right issue*. Reaksi harga saham pada pengumuman *right issue* akan berkurang disaat tingginya volume agregat *right issue* (*hot period*) dibandingkan dengan reaksi harga saham saat *cold period*. Hal ini menunjukkan bahwa *hot period* sebagai *window of opportunity*, memberikan kesempatan yang baik untuk melakukan *right issue*, paling tidak akan mengurangi tingkat *asymmetric information*. (Sari, Sembel, 2001:324)

II. 1.4. Periode

Event period merupakan suatu periode dimana terjadinya suatu *event* (seperti pengumuman *right issue*, pembelian kembali saham oleh perusahaan, dan sebagainya), dan bertujuan untuk mencakup semua dampak *event* tersebut terhadap harga saham. Biasanya *event period* ini terpusat pada tanggal pengumuman, yang dinyatakan sebagai hari ke-0 dalam garis waktu.

Clean period yaitu suatu periode di luar *event period*, dimana dalam periode ini tidak ada informasi yang berhubungan dengan terjadinya *event*.

II. 1.5. Return

Actual Return atau *Holding Period Return (HPR)* adalah *return* yang diperoleh dari pendapatan secara tunai ditambah dengan selisih antara harga jual dan harga beli saham pada suatu periode tertentu dibagi dengan biaya investasi yang dilakukan. Dengan kata lain, *HPR* adalah *rate of return* yang akan diterima oleh seorang investor karena memiliki atau memegang suatu surat berharga (biaya atas pinjaman), yang diekspresikan sebagai persentase dalam periode surat berharga (pinjaman) ditahan.

Dalam *Predicted (Normal) Return* dapat digunakan 3 metode :

1. Metode *Mean Adjusted Return*

Dalam metode ini, *return* perusahaan yang diprediksikan untuk setiap hari dalam *event period* adalah rata-rata *return* harian selama *clean period*.

2. Metode *Market Model*

Dalam metode ini, dipilih *clean period* dan *market model* diestimasi dengan melakukan regresi untuk hari-hari di dalam periode tersebut. Metode

ini banyak digunakan karena mengandung unsur resiko yang berkaitan dengan *return* pasar dan *return* rata-rata.

3. Metode *Market Adjusted Return*

Merupakan metode yang paling sederhana, dimana *return* yang diprediksikan pada suatu hari dalam *event period* sama dengan *return* pada indeks pasar pada hari itu.

Abnormal Return adalah *return* yang tidak diprediksikan, yang diakibatkan oleh suatu *event*. Merupakan selisih antara *actual return* dan *predicted return*.

Event Returns adalah perhitungan reaksi harga saham terhadap pengumuman informasi baru yang signifikan seperti pengumuman penawaran umum terbatas (*right issue*).

Cumulative Abnormal Return adalah jumlah *abnormal return* harian selama suatu periode yang berkaitan dengan *event*.

II. 1.6. Volume

Yang dimaksud dengan volume perdagangan dalam penelitian ini adalah banyaknya lembar saham yang diperdagangkan dalam satu hari perdagangan. Kenaikan tajam dalam volume adalah pertanda kenaikan atau penurunan tajam dalam harga karena mencerminkan minat investor yang bertambah dalam suatu saham. Berdasarkan mekanisme pasar semakin besar jumlah saham yang ditawarkan ke pasar maka akan semakin menekan harga saham yang bersangkutan (*price pressure effect*).

II. 1.7. Tes Empirik atas Performa Perusahaan yang Melakukan Right Issue

Myers dan Majvilf (1984) menyatakan bahwa harga saham akan turun ketika penerbitan ekuitas diumumkan karena pemegang saham menyadari bahwa manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih superior dan mereka menilai keputusan perusahaan untuk menjual saham sebagai bukti bahwa saham *overpriced*. Hal ini disebut sebagai hipotesis "*pricepressure*". Korajczyk (1992) memperluas model Myers dan Majvilf (1984) dengan secara eksplisit mengasumsikan bahwa asimetri informasi adalah bervariasi dengan waktu (*time-*

varying). Korajczyk menyarankan bahwa perusahaan dapat memilih untuk menerbitkan ekuitas jika asimetri informasi hanya sedikit terjadi antara manajer dan pihak investor luar. Secara khusus Korajczyk menyatakan bahwa release informasi yang kredibel dapat mengurangi ketidakpastian penilaian informasi individu dari manajemen sehingga mengurangi turunnya harga pada saat setelah pengumuman penerbitan. Selanjutnya penurunan harga akan semakin meningkat seiring dengan berjalannya waktu sejak informasi dikeluarkan. Hal ini berbeda dengan penelitian Smith (1977) yang melakukan pengujian terhadap 835 sampel perusahaan yang melakukan *right issue* di NYSE pada tahun 1926-1975. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa abnormal return satu tahun sebelum pengumuman *right issue* mencapai 8 sampai 9 persen dan tidak ada abnormal return satu tahun sesudahnya. Selain itu penurunan harga saham hanya mencapai 1,4 persen dalam waktu dua bulan dan sesudah itu posisi harga saham akan naik kembali. (Puji, 2001:309-310)

Studi empirik yang dilakukan Healey dan Palepu (1990) mencoba menangkap kandungan informasi dari pengumuman *seasoned equity offering* di Amerika. Hasilnya antara lain bahwa pengumuman tersebut memberikan informasi tentang risiko perusahaan mendatang tetapi tidak memberikan informasi tentang tingkat laba mendatang. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa manajer memutuskan untuk menerbitkan ekuitas dan mengurangi leverage finansial ketika mereka memperkirakan terjadinya peningkatan volatilitas *earning* perusahaan mendatang dikarenakan peningkatan risiko bisnis. (Puji, 2001:309)

Sebenarnya reaksi pasar terhadap penerbitan ekuitas tidak harus negatif jika perusahaan dapat menghasilkan proyek dengan NPV positif. Dana hasil *right issue* jika diinvestasikan pada kesempatan investasi yang positif akan direspon positif pula oleh pasar. Tetapi jika kepentingan manajer tidak sejalan dengan kepentingan prinsipal, maka manajer akan cenderung menahan *cash flow* perusahaan dan menggunakannya untuk investasi yang bernilai negatif. Problem ini akan semakin besar pada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi positif yang lebih kecil. Fenomena ini juga disebut hipotesis *free cash flow*. Hal ini kemudian dibuktikan oleh Denis (1994) yang meneliti hubungan antara kesempatan investasi dengan reaksi pasar terhadap pengumuman *seasoned equity*

offering. Hasilnya menunjukkan bahwa kesempatan investasi, bahkan yang menguntungkan sekalipun hanya memiliki peran kecil saja dalam menjelaskan reaksi pasar. (Puji,2001:310)

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 likuiditasnya. Hasilnya menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan pada *return* saham, *abnormal return* dan kegiatan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman. Penulis menyimpulkan hasil yang 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. Selain itu faktor makroekonomi juga berpengaruh terhadap hasil penelitian. (Puji,2001:310)

11.2. Hubungan antar Konsep atau Variabel

Sejumlah penelitian terdahulu tentang *right issue* dilakukan sebagai bagian dari *corporate event*. Berbagai studi empiris yang dilakukan menunjukkan *return* yang negatif secara signifikan atas pengumuman, yang mengindikasikan bahwa penerbitan ekuitas membawa informasi yang tidak menguntungkan bagi pasar mengenai nilai perusahaan (*firm value*). Myers dan Majulf (1984) < > menyatakan bahwa harga saham akan turun ketika penerbitan ekuitas diumumkan karena pemegang saham menyadari bahwa saham *overpriced*. Selanjutnya Korajczyk (1992) memperluas model Myers dan Majulf menyatakan bahwa penurunan harga akan semakin meningkat seiring dengan berjalannya waktu sejak informasi dikeluarkan. Berbeda dengan hasil penelitian Smith (1977) yang menyatakan bahwa penurunan harga saham hanya mencapai 1,4 persen dalam waktu dua bulan dan sesudah itu posisi harga saham akan naik kembali. Penelitian Budiarto dan Baridwan (1999) menyatakan tidak ada perbedaan yang signifikan pada *return* saham, *abnormal return* dan kegiatan volume perdagangan di sekitar tanggal pengumuman pada perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek

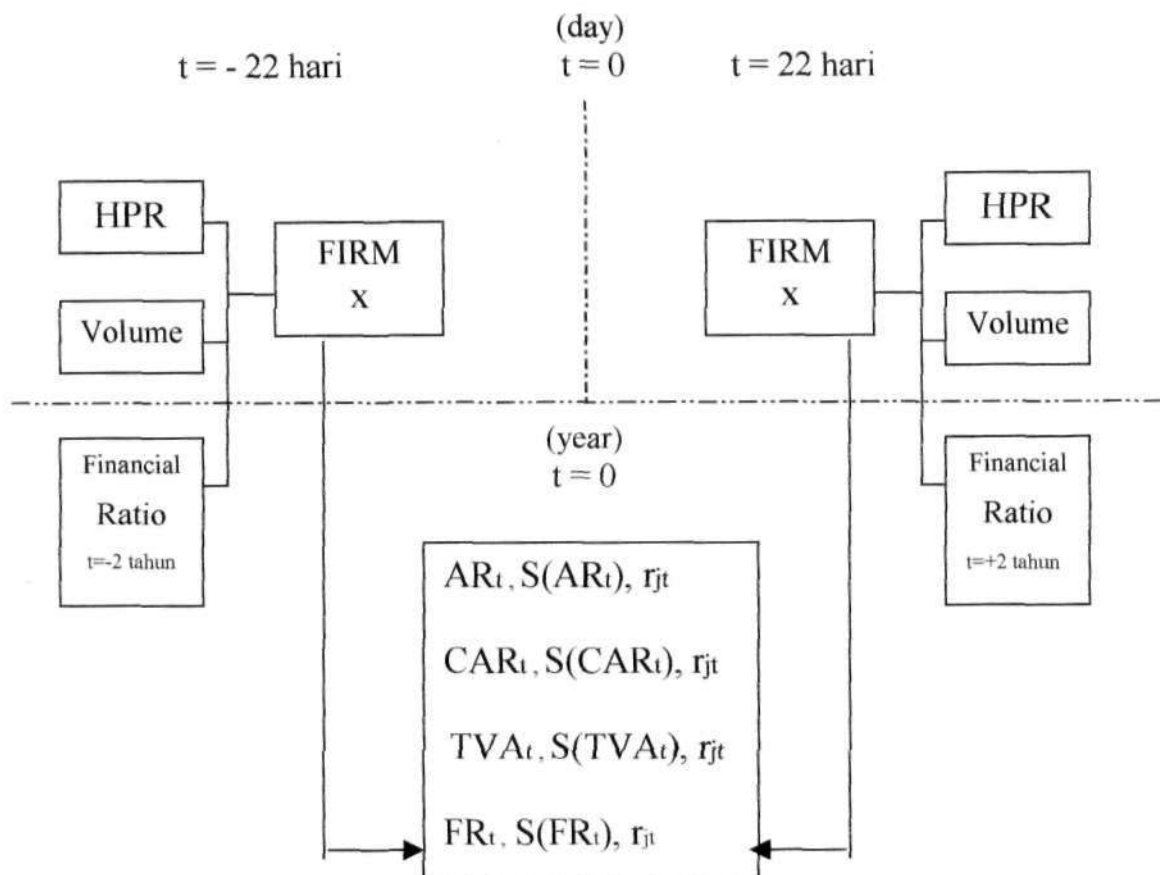
Jakarta. Widjaja (2000) menyatakan bahwa pengumuman penawaran umum terbatas cenderung menimbulkan respon pasar negatif pada *short event window* dan menimbulkan respon positif untuk *long event window*. (Sari,Sembel,2001.325-327)

Berdasarkan teori mekanisme pasar bahwa semakin besar jumlah saham yang ditawarkan ke pasar maka akan semakin menekan harga saham yang bersangkutan (*price pressure effect*). Widjaja (2000) menemukan bahwa pengumuman penawaran terbatas yang menawarkan jumlah saham baru yang besar relatif terhadap jumlah saham lamanya dapat berpengaruh positif terhadap reaksi harga sahamnya, tetapi pengaruhnya kurang signifikan. Dalam penelitian Goyal (1994) menyatakan bahwa *return* saham setelah *ex-date* akibat adanya *right issue* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan rasio jumlah lembar saham baru yang diterbitkan dengan jumlah saham lamanya. (Sari,Sembel,2001 -.325-327)

Kebijakan *right issue* yang dikeluarkan perusahaan memberikan sinyal penting bagi pelaku pasar, sehingga pengumuman *right issue* akan memicu peningkatan aktivitas perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan Terdapat dua alasan yang menjelaskan terjadinya peningkatan maupun penurunan harga saham yang mempengaruhi tingkat aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman *right issue*, yaitu antisipasi pasar dan *insider trading*. Sangatlah sulit untuk membedakan alternatif tersebut sebab masing-masing memberikan kontribusi atas meningkatnya volume perdagangan. Namun dalam kasus *insider trading* adanya peraturan dan pengawasan pasar yang rutin membuat peningkatan volume perdagangan kemungkinan kecil untuk tidak terdeteksi. Sebaliknya antisipasi pasar merupakan praktek yang wajar dan legal sehingga diharapkan akan meningkatkan volume perdagangan yang substansial.

, Penelitian ini merupakan penelitian lebih lanjut dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Puji Harto, seorang Mahasiswa Magister Sains Akuntansi Universitas Gadjah Madya tentang "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan *Right Issue* di Indonesia" yaitu dengan menganalisis lebih lanjut tentang pengaruh *Right Issue* yang dilakukan perusahaan terhadap *abnormal return* dan *trading volume activity*.

11.3. Kerangka Pemikiran



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

11.4. Hipotesa

Hipotesa dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Diduga ada pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return* saham perusahaan sebelum dan sesudah *right issue*.
2. Diduga ada pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *trading volume activity* saham perusahaan sebelum dan sesudah *right issue*.
3. Diduga ada pengaruh *right issue* terhadap kinerja keuangan dan operasi perusahaan sebelum dan sesudah *right issue*.