

PERAN *GROWTH OPPORTUNITIES*, *FREE CASH FLOW*, DAN *RELATIVE ISSUE SIZE* DALAM REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE*

Synthia Atas Sari¹; Hartiwi Prabowo²

ABSTRACT

Right issue is when a firm announces its plan to publicly offer additional shares of common stock after Initial Public Offering (IPO). The aim of this research are to test market stock price and examine the role of growth opportunities in stock price reaction to right issue announcement. Sample was taking from companies which been listed in Jakarta Stock Exchange and publish right issue from 1998 to 2005. To measure growth opportunities, the companies were divided into 2 groups, growth and mature. This classification using Tobin's q proxy method (market-book value ratio). The research have final conclusion, that is at right issue announcement in Jakarta Stock Exchange, market give positive reaction and statistically significant, and so in normal period.

Keywords: *growth opportunities, free cash flow, relative issue size, right issue*

ABSTRAK

Right issue adalah pengumuman yang dilakukan untuk mencari tambahan dana dengan melakukan penambahan saham dengan cara tidak langsung setelah IPO (Initial Public Offering). Tujuan penelitian adalah untuk mengetes harga saham pasar dan menguji peran growth opportunities dalam reaksi harga saham terhadap pengumuman right issue. Sampel diambil dari perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan telah menerbitkan right issue sejak tahun 1998 sampai 2005. Untuk mengukur growth opportunities, perusahaan dibagi dalam dua grup, yaitu growth dan mature. Klasifikasinya menggunakan Tobin's q proxy method (market-book value ratio). Simpulan berdasarkan penelitian adalah pada pengumuman right issue di Bursa Efek Jakarta, pasar memberikan reaksi positif dan pengaruhnya signifikan, demikian juga pada periode normal.

Kata kunci: *growth opportunities, free cash flow, relative issue size, right issue*

^{1,2} Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, UBiNus, Jl. K.H. Syahdan No. 9,
Kemanggis/Palmerah, Jakarta Barat 11480
synthia@binus.ac.id, hartiwi2200@lecturer.binus.ac.id

PENDAHULUAN

Tambahan dana sering kali diperlukan oleh sebuah perusahaan untuk membiayai proyek, membeli alat teknologi, melakukan ekspansi, atau membayar utang. Tambahan dana yang dibutuhkan perusahaan dengan melakukan penambahan saham dengan cara tidak langsung setelah IPO (*Initial Public Offering*) disebut sebagai *right issue*. *Right issue* merupakan penawaran saham dengan hak istimewa yang diberikan kepada pemegang saham lama untuk mendaftar guna mendapatkan saham baru sebelum ditawarkan kepada masyarakat. Penambahan saham melalui *right issue* dari suatu perusahaan pasti akan menimbulkan respons pasar pada harga saham perusahaan itu dan biasanya akan ditafsirkan negatif oleh pasar sehingga harga sahamnya terkoreksi.

Smith (1986) membuktikan secara empiris bahwa reaksi pasar terhadap harga saham lebih negatif, apabila perusahaan melakukan penambahan saham dibandingkan penambahan utang. Lucas dan McDonald (1990) menjelaskan, dalam dunia informasi asimetris dikatakan bahwa suatu perusahaan akan menambah/mengeluarkan *equity* (saham) apabila saham mereka *overvalue*, mereka menyebutnya sebagai hipotesis *overvaluation*. Myres & Majluf (1984) menjelaskan manajer mempunyai keunggulan informasi untuk memanfaatkan situasi dan investor telah *overestimated* terhadap arus kas masa depan perusahaan, dan manajer akan menjual saham untuk menurunkan harganya.

Amarish, John, dan William (1987) yang dikutip oleh Lai (1995) telah mengembangkan suatu *signalling model* yang akan memprediksi akan adanya suatu respons yang positif terhadap pengumuman SEO yang dilakukan oleh perusahaan yang bertumbuh. Pernyataan itu didukung oleh Pillote (1992) dan Denis (1994) mengatakan adanya peran positif untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan dalam reaksi harga saham terhadap pengumuman SEO.

Menurut hipotesis *free cash flow* yang diajukan oleh Jensen (1986) bahwa reaksi harga pasar yang negatif merefleksikan persepsi investor pada tingkatan *expected agency cost* yang terdapat dalam *free cash flow* yang cenderung akan disalahgunakan oleh manajer untuk memaksimumkan kepentingannya dengan biaya dari pemegang saham. *Free Cash Flow* (FCF) merupakan uang kas yang dapat dipergunakan untuk membiayai proyek yang mempunyai NPV positif.

Hipotesis FCF memprediksikan bahwa investor akan bereaksi lebih negatif terhadap pengumuman *right issue*, apabila mereka melihat jumlah FCF yang tersedia dan besarnya penawaran yang akan menghasilkan banyak *free cash flow*, semakin membuka peluang manajer yang menerbitkan saham tersebut untuk menyalahgunakan FCF. Mann dan Siherman (1991) telah menguji peran dari kesempatan manajer untuk menyalahgunakan FCF merupakan salah satu faktor penyebab negatifnya respons pasar terhadap pengumuman *right issue*.

Namun, Trueman (1995) membantahnya, dengan asumsi manajemen mempunyai motivasi untuk memaksimalkan kekayaan investor maka semakin besar jumlah penawaran saham baru artinya adanya peningkatan biaya modal yang ditujukan untuk membiayai investasi yang memiliki NPV positif. Tsangarakis (1996) dalam teori *price pressure effect* mengatakan semakin besar jumlah saham yang ditawarkan oleh suatu perusahaan berarti semakin besar suplai saham ke pasar maka akan semakin menekan harga saham tersebut.

Masalah yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: Bagaimana reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue*? Bagaimana pengaruh *growth opportunities* pada reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue*? Apakah arus kas bebas yang didapat dari penjualan saham baru mempunyai pengaruh dalam reaksi pasar pada harga saham terhadap pengumuman *right issue*? Apakah hipotesis *overvaluation* berpengaruh dalam reaksi pasar pada harga saham terhadap pengumuman *right issue*?

Pembatasan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut: Observasi dilakukan pada perusahaan yang melakukan penerbitan *right issue* di BEJ pada kurun waktu 7 tahun (1998-2005). Tahun 1998 merupakan periode setelah krisis ekonomi dan tahun sebelumnya dari tahun 1994-1996 sudah pernah dilakukan penelitian; Pengamatan harga saham dilakukan dari $t = -30$ s/d $t = -10$ (periode normal) dan $t = -1$ s/d $t = +1$, dan $t = 0$ merupakan waktu ketika *right issue* diumumkan.

Tujuan penelitian adalah sebagai berikut: Untuk mengetahui reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue*; Untuk mengukur peran dari kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*) dalam reaksi pasar pada harga saham dengan diumumkannya *right issue*; Untuk menguji pengaruh hipotesis *free cash flow* dalam reaksi pasar pada harga saham terhadap pengumuman *right issue*; Untuk menguji pengaruh hipotesis *overvaluation* dalam reaksi pasar pada harga saham terhadap pengumuman *right issue*.

Manfaat penelitian sebagai berikut: Bagi penerbit *right issue* atau emiten, perusahaan dapat mengetahui hal apa saja yang harus diperhatikan ketika menerbitkan kembali saham baru sehingga harga sahamnya tidak mengalami koreksi yang signifikan; Bagi investor, para pelaku saham dapat mengetahui bagaimana dampak kesempatan pertumbuhan dan jumlah kas yang diperoleh suatu perusahaan yang menerbitkan *right issue* terhadap harga saham.

PEMBAHASAN

Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode deskriptif-analitis dan inferensial. Metode inferensial digunakan apabila kita ingin melakukan uji hipotesis. Teknik pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Data diperoleh

dari BEJ (Bursa Efek Jakarta), yaitu perusahaan yang telah go-public dan telah melakukan penerbitan *right issue* pada kurun waktu 7 tahun (1998-2005). Selain itu, juga menggunakan studi kepustakaan dengan membaca bahan yang terkait.

Sampel diambil dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang melakukan *right issue* selama kurun waktu 7 tahun (1998-2005). Jumlah sampel setelah dikurangi yang *outlier*, perusahaan yang juga menerbitkan *bond & warrant*, dan tidak tersedianya data untuk analisis adalah 27 perusahaan.

Pengukuran *growth opportunities* dilakukan dengan melakukan pengklasifikasian sampel berdasarkan perusahaan *growth* dan *mature*. Pengklasifikasian itu menggunakan alat ukur, yaitu *proxy* dari tobin's q (*market-book value ratio*).

Market-Book Value Ratio (MBV)

MBV merupakan *proxy* dari Tobin's q, yang mempunyai rumus sebagai berikut:

$$\text{Market-book value ratio (MBV)} = \frac{MV(E)}{BV(E)}$$

$MV(E)$ = *market value of Equity* dan $BV(E)$ = *book value of Equity*, ada dalam laporan keuangan tahunan sedangkan untuk $MV(E)$ dihitung dengan rumus: $MV(E) = E_t \times P_t$
 E_t = Jumlah saham yang beredar pada akhir tahun dan P_t = Harga penutupan saham pada akhir tahun.

Perusahaan yang mempunyai MBV di atas mediannya merupakan perusahaan *growth* dan di bawah median MBV merupakan perusahaan *mature*. Ada 10 perusahaan *mature* dan 17 perusahaan *growth*.

Deskriptif Statistik

Tabel 1 menampilkan deskriptif statistik dari penawaran saham dan data perusahaan yang menerbitkan RI. Deskriptif ini membagi perusahaan menggunakan rasio MBV sebagai alat ukur *growth opportunities*-nya. Pada baris kelima, rata-rata *issue size* adalah 0,0030(0.3%) untuk perusahaan *growth* dan 0.0067(0.67%) untuk perusahaan *mature* dan baris ke-3 menunjukkan perusahaan melakukan penambahan saham lebih dari 0.3% dari nilai marketnya.

Pada baris ke-1 sebagai *growth proxy*, hasil q rasio perusahaan *mature* dan *growth* konsisten antara satu dengan lainnya sebagai alat ukur dari *growth opportunities* perusahaan yang melakukan penawaran saham, meskipun dapat dilihat perusahaan *mature* (2.1806) pertumbuhan perusahaan lebih besar dibandingkan perusahaan *Growth* (0.5757).

Tabel 1 Deskriptif Statistik *Right Issue* untuk Perusahaan *Growth* dan Perusahaan *Mature* periode 1998-2005

Deskriptif Statistik	Seluruh Perusahaan		Perusahaan Growth (17) Q-rasio > 1		Perusahaan Mature(10) Q-rasio < 1	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
q-rasio*	1.1751	0.7948	0.5757	0.6515	2.1806	1.5022
RISZ *	0.0389	0.0032	0.0586	0.0067	0.0045	0.0030
Cash Flow (trilyun)	(1.1550)	0.0374	1.3566	0.0970	(0.6520)	0.0045
MVE (trilyun)	0.8883	0.2985	0.4034	0.3113	1.8033	0.5835
Issue Size (trilyun)*	0.0064	0.0008	0.0030	0.0008	0.0067	0.0010
Equity (trilyun)	0.8867	0.4039	0.5894	0.5111	1.2071	0.3020

*, sampel mempunyai beda mean signifikan pada level 1 %

Pada tingkat *mature* (maju), perusahaan pada tingkat ini mempunyai aset yang besar namun kesempatan pertumbuhannya juga besar.

Reaksi Harga Pasar terhadap Pengumuman *Right Issue*

Metode

Dalam menguji reaksi pasar terhadap pengumuman RI menggunakan pengukuran *abnormal return*, karena *abnormal return* merupakan selisih antara tingkat *return* yang terjadi (*actual return*) dengan tingkat *return* yang diharapkan (*expected return*). Pengukuran prediksi AR menggunakan model pasar (*market model*) untuk 2 periode, yaitu periode normal dan periode pengumuman. Periode normal adalah $t = -15$ s/d $t = -59$ dan periode pengumuman dengan $t = -1$ s.d. $t = +1$, dimana $t = 0$ adalah waktu ketika RI diumumkan.

Setelah pengukuran AR untuk melihat reaksi pasar untuk periode normal dan periode pengumuman, digunakan CAAR (*Cumulative Average Abnormal Return*), yaitu cara yang lazim dipakai oleh peneliti sebelumnya.

Langkah pertama dilakukan dengan AAR-nya terlebih dahulu dengan rumus sebagai berikut.

$$AAR_t = \frac{\sum_{t=1}^T AR_{j,t}}{N}$$

AAR_t = *Average abnormal Return* untuk periode t, $AR_{j,t}$ = *Abnormal Return* saham j untuk periode t dan N = Jumlah sampel

Setelah AAR dihitung kemudian dikumulatifkan untuk masing-masing periode, periode normal dan periode pengumuman, dengan rumus sebagai berikut:

$$CAAR(t_1, t_n) = AAR_{t_1} + AAR_{t_2} + AAR_{t_3} + \dots + AAR_{t_n}$$

CAAR (t_1, t_n) = Cumulative AR untuk periode $t=1$ s/d $t = n$, AAR_{t_1} = *Average Abnormal Return* untuk periode 1, AAR_{t_2} = *Average Abnormal Return* untuk periode 2 dst, dan AAR_{t_n} = *Average Abnormal Return* untuk periode n

Untuk menguji signifikansi dari CAAR digunakan uji statistik t dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{CAAR(t_1, t_n)}{\sqrt{n} \times Sd(AAR)}$$

n = Jumlah hari bursa pada periode pengamatan dan Sd (AAR) = Standard deviasi dari *average abnormal return*.

Hasil

Hasil perhitungan CAAR untuk periode normal dan periode pengumuman berikut kesignifikansiannya dapat dilihat pada Tabel 2. Pada tabel paling atas dapat dilihat dan sampel belum dibagi 2, hasil AAR merupakan hasil dari seluruh sampel (27 perusahaan). Tabel berikut, merupakan hasil sampel perusahaan *growth* dan *mature* menurut alat ukur *growth opportunities*, yaitu *market-book value ratio*.

Tabel 2 Hasil Abnormal Return dengan Metode Average Abnormal Return

Seluruh Perusahaan		n= 27	
HARI	Cumulative AAR	Sd	t
-30 s/d -10	-0.0049	0.0165	-0.0651
-1,0,+1	1.5432	0.0198	45.0923

Perusahaan Mature		n = 10	
HARI	Cumulative AAR	Sd	T
-30 s/d -10	0.0193	0.0196	0.2150
-1,0,+1	0.2776	0.0130	12.3396

Perusahaan Growth		n = 17	
HARI	Cumulative AAR	Sd	T
-30 s/d -10	-0.0192	0.0216	-0.1933
-1,0,+1	2.2876	0.0244	54.0504

Untuk menguji hipotesis 1, diuji reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue* dapat dilihat: Pada tabel seluruh perusahaan yang menggunakan metode *average*

abnormal return, mengalami peningkatan (tidak mengalami penurunan) pada periode pengumuman (-1,0,1) menjadi 1.5432 point. Dan hasil ini signifikan secara statistik. Hasil itu tidak sesuai dengan simpulan Smith (1986).

Pada perusahaan *growth* dan perusahaan *mature* menunjukkan peran *growth opportunities* pada reaksi pasar terhadap pengumuman RI. Hasil menunjukkan bahwa *growth opportunities* memberikan dampak positif pada reaksi pasar dan hasil itu signifikan pada panel MBV.

Hasil AR dari perusahaan *growth* lebih positif dibandingkan perusahaan *mature*. Pada perusahaan, *Growth* nilai dari ASAR-nya pada periode pengumuman *right issue* 2.2876 dan pada perusahaan *mature* nilai ASAR-nya pada periode pengumuman *right issue* 0.2776, dan signifikan secara statistik. Kesignifikan itu diduga karena penggunaan dana untuk tujuan operasional dan pemegang saham mayoritas menempatkan perwakilannya di manajemen perusahaan. Hasil itu tidak konsisten dengan pendapat Smith.

Analisis Regresi pada Reaksi Harga Saham

Dalam menguji hipotesis *free cash flow* dan *overvaluation*, peneliti menggunakan regresi *cross section* untuk meneliti lebih lanjut ke-2 hipotesis dalam menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue*. Variabel terikatnya adalah *Average Standardized Abnormal Return* pada periode pengumuman dan variabel bebasnya adalah *market-book value ratio*, *relative issue size*, dan *cash flow* sebelum penawaran. Model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$Y = a + b (\text{MBV}) + c (\text{RISZ_G}) + d (\text{RISZ_M}) + e (\text{CF_G}) + f (\text{CF_M})$$

Y = Variabel Terikat (ASAR)
MBV = *Growth opportunities* dengan *market-book value*
RISZ_G = *Relative Issue Size* untuk perusahaan *Growth*
RISZ_M = *Relative Issue Size* untuk perusahaan *Mature*
CF_G = *Cash flow* untuk perusahaan *Growth*
CF_M = *Cash Flow* untuk perusahaan *Mature*

(Sumber: Hei Wai Lee, "A Free Cash Flow Explanation for the Wealth Effect of Seasoned Equity Offerings," *American Business Review*, June 1998, p. 100-108)

Pengukuran Variabel

Menghitung Variabel *Relative Issue Size* (RISZ)

Menurut hipotesis FCF, proses penawaran yang diukur dari *relative issue size* dapat digunakan untuk melihat peningkatan *free cash flow*. Berdasarkan hipotesis FCF untuk perusahaan *mature* yang mempunyai *growth opportunities* yang kecil, proses

penawaran ini akan meningkatkan secara proporsional antara *free cash flow* dan *expected agency cost*. Oleh karena itu, koefisien untuk variabel RISZ ini diprediksikan adalah negatif.

Dalam dunia informasi asimetris, RISZ dari penawaran dapat dipakai oleh investor sebagai informasi dari perusahaan emiten. Oleh karena itu, menurut hipotesis *overvaluation* dari Myres dan Majluf (1984) memprediksikan koefisien negatif RISZ untuk perusahaan *growth* maupun *mature*.

Relative Issue Size dihitung dengan rumus:

$$\text{RISZ} = \text{IS} : \text{MV}(\text{E})$$

$\text{RISZ} = \text{Relative Issue Size}$, $\text{IS} =$ besarnya saham yang dikeluarkan pada penawaran umum terbatas, $\text{MV}(\text{E}) = \text{Market Value of Equity}$. (lihat rumus di atas)

Berdasarkan hipotesis FCF, perusahaan *growth* yang mempunyai *growth opportunities* yang besar, koefisien untuk RISZ tidak dapat ditentukan karena perubahan pada FCF-nya tidak jelas sebab penawaran yang besar dapat menghasilkan peningkatan FCF yang kecil karena mempunyai *growth opportunities* yang sangat besar, begitu juga sebaliknya. Dalam regresi *cross section* pada model ini, Variabel RISZ_G dihitung dengan rumus di atas sedangkan untuk perusahaan *mature* adalah 0. Demikian juga sebaliknya, Variabel RISZ_M dihitung dengan rumus di atas sedangkan untuk perusahaan *growth* adalah 0.

Menghitung Variabel Arus Kas/Cash Flow (CF)

Free cash flow didefinisikan sebagai *cash flow* yang dapat digunakan untuk membiayai proyek NPV positif. *Cash flow* didefinisikan sebagai pendapatan operasi sebelum depresiasi dikurangi biaya bunga, pajak, *common*, dan *preffered dividends* (Lehn, K. dan A. Poulsen, 1989).

Dilakukan pemisahan terhadap FCF-nya perusahaan *growth* dan FCF-nya perusahaan *mature*, dengan alasan sebagai berikut. Pertama, untuk meneliti lebih lanjut mengenai hipotesis *free cash flow*, digunakan variabel *free cash flow* untuk perusahaan *growth* dan *mature*. Kedua, untuk perusahaan *mature* yang diasumsikan tidak mempunyai *growth opportunities*, seandainya ada pun akan kecil, tingkat besarnya *free cash flow* dan *expected agency cost* adalah proporsional pada level *cash flow*. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis FCF, memprediksikan koefisien negatif untuk FCF_M. Ketiga, untuk perusahaan *growth*, hampir sama dengan RISZ_G, hubungan antara besarnya *free cash flow* dengan *level cash flow* diragukan. Oleh karena itu, koefisien untuk FCF_G tidak dapat ditentukan.

Seperti halnya pada RISZ, Variabel CF_G dihitung dengan rumus di atas sedangkan untuk perusahaan *mature* adalah 0. Demikian juga sebaliknya, Variabel CF_M dihitung dengan rumus di atas sedangkan untuk perusahaan *growth* adalah 0.

Hipotesis

Berdasarkan uraian tersebut, penulis mengambil hipotesis sebagai berikut.

- H1 : Pasar memberikan respon negatif terhadap harga saham pada pengumuman *right issue*
- H2 : Semakin besar *growth opportunities*nya maka reaksi sahamnya akan semakin baik
- H3 : Semakin besar *cash flow* sebelum penawaran, maka reaksi saham akan semakin buruk
- H4a : Semakin besar rasio penawaran saham baru terhadap saham lama akan memberikan reaksi buruk pada harga saham
- H4 b: Semakin negatif reaksi pasar pada rasio saham yang ditawarkan terhadap saham lama, nilai perusahaan semakin *overvalue*

Hasil

Untuk menguji hipotesis 2: Tabel 3 merupakan hasil analisis regresi *cross section* pada reaksi pasar terhadap pengumuman *right issue*. Koefisien variabel *growth opportunities* (MBV) adalah negatif dan tidak signifikan secara statistik. Hasil itu sesuai dengan hasil perhitungan statistik pada Tabel 2 sehingga untuk model MBV sesuai dengan hipotesis FCF bahwa *growth opportunities* mempunyai dampak positif pada reaksi negatif pasar terhadap pengumuman RI. Hal itu sesuai dengan pendapat Amarish, John dan William (1987).

Hasil Regresi dengan Proxy Tobin q Rasio

Tabel 3 Hasil Regresi dengan Tobin q rasio

	Beta	T- Rasio
Intersep	0.839	1.049
Tobin	-0.082	-0.354
Relative Issue Size-Growth	-0.072	-0.255
Relative Issue Size-Mature	-0.083	-0.336
Cash Flow – Growth	-0.012	-0.046
Cash Flow – Mature	0.002	0.008
R square	0.016	
F Rasio	0.070	

Untuk melakukan uji selanjutnya, digunakan variabel RISZ dan CF untuk membantu uji hipotesis FCF. Seperti yang terlihat pada Tabel 3 bahwa CF_M lebih memberikan koefisien positif dibandingkan CF_G. Koefisien CF_G mempunyai tanda negatif dan koefisien untuk CF_M mempunyai tanda positif, namun keduanya tidak signifikan secara statistik. Hal itu mengindikasikan tidak menemukan hubungan yang nyata antara besarnya *cash flow* dengan reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue*. Ketidaksignifikanan *variable cash flow* dengan alasan adanya keterkaitan antara investor mayoritas dengan manajer sehingga investor percaya akan kinerja yang akan dilakukan oleh manajer.

Selain hal itu, juga adanya pengaruh dari persentase saham yang sedikit (kecil) yang dimiliki oleh *public*. Untuk perusahaan *growth*, makin besarnya *free cash flow* yang dipunyai oleh suatu perusahaan memberikan dampak negatif pada abnormal return yang artinya investor takut bahwa manajemen perusahaan akan salah langkah dalam melakukan penggunaan *cash flow* yang besar.

Variabel RISZ_G & RISZ_M memiliki tanda koefisien negatif, namun juga tidak signifikan untuk tingkat 1%. Hal itu berarti bahwa semakin besar rasio penawaran saham, baru terhadap saham lama memberikan reaksi negatif pada harga saham, Ho diterima namun tidak signifikan. Ketidaksignifikan untuk RISZ dimungkinkan karena investor tidak melihat rasio RISZ dalam memberikan reaksi pada *right issue* dan investor tidak menilai suatu perusahaan *overvalue* kalau perusahaan tersebut menerbitkan *right issue*.

Penjelasan Ketidaksignifikanan Variabel Bebas

Beberapa faktor yang diduga menjadi penyebab ketidaksignifikanan variabel bebas pada regresi menggunakan rumus *market-book value ratio* adalah sebagai berikut.

Variabel *Cash Flow* untuk Perusahaan *Growth* dan *Mature*

Besarnya *cash flow* yang tersedia akhir tahun sebelum penawaran tidak memberikan pengaruh signifikan pada abnormal pada pengumuman *right issue*, walaupun besarnya *cash flow* merupakan peluang dari manajer untuk menyalah gunakan *cash flow* tersebut. Ketidaksignifikanan variabel *cash flow growth* dan *mature* karena hal berikut. Pertama, keterkaitan yang kuat ditemukan antara mayoritas pemegang saham dengan kegiatan operasional atau manajemen perusahaan. Keterkaitan itu karena mayoritas sahamnya dikuasai oleh orang-orang tertentu atau keluarga tertentu dan perusahaan tertentu. Karena mayoritas saham dimiliki oleh orang/keluarga dan perusahaan tertentu, manajer yang ditunjuk adalah manajer hasil pilihan mereka sehingga tidak jarang kita melihat para direksi merupakan keluarga, teman pemilik saham mayoritas tersebut. Selain itu, komisaris yang ditunjuk untuk mengawasi jalannya manajemen perusahaan adalah orang mereka juga.

Kedua, persentase kepemilikan saham publik sangat kecil. Dari jumlah sampel penelitian sebanyak 27 perusahaan, ditemukan bahwa hanya ada 6 perusahaan yang sahamnya dimiliki publik di atas 50%, sisanya sebanyak 21 perusahaan dikuasai oleh keluarga dan perusahaan tertentu sehingga keputusan penting, seperti penerbitan *right issue* juga dikuasai oleh keluarga dan perusahaan tertentu itu.

Jadi, besar-kecilnya *cash flow* sebelum penawaran tidak memberikan dampak berarti bagi perusahaan yang menerbitkan *right issue* karena penggunaan *cash flow* dilakukan oleh keluarga dan teman pemilik saham mayoritas.

Variabel RISZ_G dan RISZ-M

Variabel RISZ_G & RISZ_M memiliki tanda koefisien negatif, namun juga tidak signifikan untuk tingkat 1%. Hal itu berarti bahwa semakin besar rasio penawaran saham terhadap saham lama memberikan reaksi negatif pada harga saham. Ketidaksignifikan untuk RISZ dimungkinkan karena investor tidak melihat rasio RISZ dalam memberikan reaksi pada *right issue* dan investor tidak menilai suatu perusahaan *overvalue*, kalau perusahaan tersebut menerbitkan *right issue*.

PENUTUP

Berdasarkan pembahasan, dapat disimpulkan bahwa pada pengumuman *right issue* di Bursa Efek Jakarta, pasar memberikan reaksi positif dan pengaruhnya signifikan. Demikian juga pada periode normal sehingga dapat dikatakan bahwa dengan adanya pengumuman *right issue*, pasar menilai akan adanya penggunaan dana untuk tujuan operasional. Dan juga reaksi positif terjadi karena pemegang saham mayoritas menempatkan perwakilannya di manajemen perusahaan

Kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*) memberikan dampak positif pada reaksi negatif pasar dalam pengumuman *right issue* dan signifikan secara statistik sehingga dapat dikatakan *growth opportunities* memberikan hubungan yang nyata pada reaksi pasar ini.

Hasil penelitian mengenai *relative issue size* untuk perusahaan *mature* dan *growth* memberikan dampak negatif, namun tidak signifikan pada *abnormal return*. Artinya, hal itu berarti bahwa semakin besar penawaran saham, makin kecil *abnormal return* dalam menjelaskan reaksi pasar pada pengumuman *right issue*. Dan penawaran saham dilakukan dalam kondisi *overvalue* sehingga secara statistik HO diterima.

Koefisien CF_G mempunyai tanda negatif dan koefisien untuk CF_M mempunyai tanda positif, namun keduanya tidak signifikan secara statistik. Hal itu mengindikasikan tidak ditemukan hubungan yang nyata antara besarnya *cash flow* dengan reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue*.

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah diusulkan untuk melakukan penelitian menggunakan variabel bebas lainnya yang mungkin secara signifikan dapat menjelaskan hubungan dengan reaksi negatif pasar terhadap pengumuman *right issue*. Misalnya variabel komposisi pemegang saham individu/kelompok tertentu dengan publik, variabel struktur kepemilikan modal, variabel manajer yang sekaligus sebagai pemegang saham, variabel rasio hutang terhadap saham (DER), variabel umur perusahaan, dan lain-lain.

Dari hasil penelitian diperoleh penolakan terhadap hipotesis (H_a) yang menurut teoritis seharusnya benar. Hal itu karena kepemilikan saham lebih bersifat kelompok dan saham untuk publik hanya dalam persentase kecil. Disarankan untuk penelitian berikutnya lebih ditekankan pada aspek perilaku yang terjadi setelah periode pengumuman *right issue* atau peranan dari kepemilikan saham kelompok terhadap harga saham perusahaan yang melakukan *right issue*.

DAFTAR PUSTAKA

- Alam, Syamsu. 1995. "Dampak Right Issue pada Kemakmuran Pemegang Saham Periode 1993," Laporan Akhir Program Studi MM – Universitas Gadjah Mada.
- Amarish, John and William. 1987. dikutip oleh Lai, Wan Lung, "Equity Issuance by Right Offering: A study of UK Market," Desertation Arizona State University, 1995.
- Ananta, Aris. 1987. *Landasan Ekonometrika*. Jakarta: PT Gramedia.
- Asquith, Paul dan David Mullins. 1986. "Equity Issues and Offering Dillution," *Journal of Financial Economics* 15, p. 61-89.
- Callen, Jeffrey L. "Estimating the Cost of Equity Capital Using Tobin's q," *The Engineering Economist*, Vol. 33, Number 4 (Summer 1988), p. 349-358.
- Collins, D. dan W. Dent. "A Comparison of Alternative Testing Methodologies Used in Capital Market Research," *Journal of Accounting Research*, 22 (Spring 1984), p. 48-85.
- Dehnert, Jocelyn Anne. 1993. "A Study of Rights, Issue of Equity; A Theoretical & Empirical Analysis," Desertation UNSW.
- Denis, D. "Investment Oppurtunities and the Market Reaction to Equity Offerings," *Journal of Financial and Quantitive Analysis*, 29 (June 1994), p. 159-177.
- Douglas, Emery and John D. Finnerty. 1997. *Corporate Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Hei Wai Lee. "A Free Cash Flow Explanation for the Wealth Effect of Seasoned Equity Offerings," *American Business Review*, June 1998, p. 100-108.

- Horim, Moshe Ben and Jeffrey L. Callen. "The Cost of Capital, Macaulay's Duration, and Tobin's q", *The Journal of Financial Research*, Vol XII, No.2, Summer 1989, p. 143-156.
- Israel, R., A. Ofer dan D. Siegel. "The Information Content of Equity for Debt Swaps: An Investigation of Analyst Forecasts of Firm Cash Flow," *Journal of Financial Economics*, 25 (December 1989), p. 349-370.
- Johnson, et. al. "Seasoned Equity Offering for New Investment & The Information Content of Insider Trader," *The Journal of Financial Research* 29, 1996, 91-103.
- Judge, George G. et.al. 1988. *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*. Second Edition. Singapore: John Wiley & Sons Inc.
- Kang, Hyosuk. "Effect of Seasoned Equity Offering in Korea on Shareholder's wealth," *Pacific Basin Capital Market Research*, El Sevier Science Publication B.V., North Holland, 1990, p. 266-282.
- Lang, L. dan R. Litzenger. "Devidend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis," *Journal of Financial Economics*, 24 (September 1989), p. 181-191.
- Lehn, K. dan A. Poulsen. "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transaction," *Journal of Finance*, 44 (July 1989), p. 771-788.
- Lindeberg, E. dan S. Ross. "Tobin's Q Ratio and Industrial Organization," *Journal of Business*, 54 (January 1981), p. 1-32.
- Lucas, D. dan R. McDonald. "Equity Issues and Stock Price Dynamics," *Journal of Finance*, 45 (September 1990), p.1019-1043.
- Masruroh. 2000. "Dampak Pengumuman Right Issue terhadap Shareholder Wealth di Bursa Efek Jakarta," Thesis Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Masulis dan Korwar. 1986. "Seasoned Equity Offering: An Empirical Investment," *Journal of Finance* 15.
- Miller, Merton and Kevin Rock. 1985. "Devidend Policy Under Asymeric Information," *Journal of Finance* 40, p. 103-1051
- Mucharom. 1997. "Pengaruh Right Offering terhadap Rate of Return Saham di BEJ," Laporan Internship Program Studi MM – Universitas Gadjah Mada.

- Myres and Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors don't have," *Journal of Economics*, Vol. 13, p. 187-221.
- Pillote, E. "Growth Oppurtunities and the Stock Price Response to New Financing," *Journal of Business*, 65 (June 1992), p. 371-394
- Ross, Stephen A., Randolph Westerfield, and Jeffrey Jaffe. 1996. *Corporate Finance*. Fourth Edition. Chicago: The McGraw Hill Companies.
- Sanders, R. Jr. dan R. Robins. "Discriminating Between Wealth and Information Effects in Event Studies in Accounting and Finance Research," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1 (September 1991), p. 307-329
- Smith, C. Jr. "Investment Banking and the Capital Acquisition Process," *Journal of Financial Economics*, 15 (March / June 1986), p. 3-29.
- Tsangaralis, Nickolas V. 1996. "Shareholder Wealth Effect of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Right Offerings in Greece," *Financial Management*, p. 21,23,25.
- Widjaja, Indra. 2000. "Pengaruh Penawaran Umum Terbatas (*Right Issue*) terhadap Imbalan Saham," Disertasi Program Pascasarjana Universitas Indonesia.