

**PENGARUH *RIGHT ISSUE* TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN
DI BURSA EFEK JAKARTA TAHUN 1996--1999**

I Nyoman Wijana Asmara Putra

Jurusan Akuntansi

Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana, Denpasar

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk meneliti pengaruh yang diakibatkan oleh adanya *right issue* terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pertanyaan yang diajukan, apakah setelah terjadi peristiwa *right issue* kinerja keuangan perusahaan menjadi lebih baik atau justru menjadi lebih buruk. Kinerja keuangan perusahaan di-proxy dengan delapan rasio yang dikelompokkan ke dalam empat jenis rasio, yakni rasio likuiditas, aktivitas, *leverage*, dan profitabilitas. Di samping itu, kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* juga dibandingkan dengan yang tidak melakukan *right issue* untuk mengetahui apakah terjadi perbedaan antara *issuer* dengan *non-issuer*.

Dalam penelitian ini diperoleh sampel *issuer* 43 dan *non-issuer* 43 perusahaan, dengan melakukan pengamatan periode tahun 1996--1999, dengan menggunakan *window* 2 tahun sebelum dan sesudah *right issue*. Penelitian ini juga menggunakan *size effect*, yakni pengaruh *right issue* juga diteliti berdasarkan *size* perusahaan. Dari 43 perusahaan, 36 perusahaan kecil, 6 sedang, dan 1 besar. Dalam pengujian perusahaan besar dimasukkan ke *size* sedang karena perusahaan besar hanya satu. Metode pengujian yang dipergunakan adalah *Wilcoxon Signed Ranks Test* karena data tidak terdistribusi dengan normal.

Dari pengujian yang dilakukan diperoleh hasil yang beragam. Sejumlah rasio tidak mengalami perubahan, sedangkan rasio-rasio lainnya ada yang mengalami kenaikan dan ada yang turun. Untuk *issuer* dan *non issuer* terjadi perbedaan kinerja pada sejumlah rasio.

Kata kunci: *Right issue*, kinerja keuangan *issuer* dan *non-issuer*, *size effect*

**THE EFFECT OF RIGHT ISSUE TO THE PERFORMANCE OF THE
COMPANY AT JAKARTA STOCK EXCHANGE IN 1996--1999**

ABSTRACT

This research is done to empirical test, the right issue effect on performance financial of companies. The question is how the effect right issue on performance financial of companies, is it better or not. Performance financial of companies was proxy by eight ratio, that grouping on four categories of ratio: liquidity, activity, leverage, profitability. Beside that, the performance financial issuers compare with non issuers. Is it performance issuer difference with non issuer.

This reseach found 43 issuer sample and 43 non-issuer sample with doing study from period 1996-1999, by used window 2 year before and 2 year after right issue. This reseach also used size effect, that was right issue effect had been research based on the size of company. From 43 sample of companies; there was 36 sample small, 6 medium, and 1 big companies. On the test big company entered to medium company, because the big companie only one. The test using Wilcoxon Sigid Rank Test, because the data was not distribute normally.

This research found various result, some ratio was not got a change. Eventhough the some of ratio was increases and the others declined. For the issuer and non-issuer there was a different performance on some of ratio.

Key words: The Right Issue, performance, financial issuer and non-issuer, size effect

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Right issue adalah penawaran umum saham terbatas. Penawaran umum terbatas yang dilakukan oleh perusahaan ditawarkan kepada pemegang saham lama dengan harga yang lebih murah, bahkan ada yang senilai nominal saham.

Alasan tiap-tiap perusahaan untuk melakukan *right issue* sangat beragam, misalnya pembangunan pabrik baru, penambahan modal kerja, diversifikasi produk, pembayaran utang, dll. Setelah melakukan *right issue* investor tentu sangat berharap kinerja yang dimiliki oleh perusahaan menjadi lebih baik karena dengan adanya *right issue* berarti dana dari pihak luar masuk ke perusahaan. Harapan dari pihak-pihak yang berkepentingan tersebut belum tentu menjadi kenyataan. Apabila kinerja perusahaan tidak membaik setelah melakukan *right issue*, tentu saja akan mengurangi kepercayaan terhadap perusahaan tersebut, bahkan secara luas bisa menghilangkan kepercayaan terhadap pasar modal sehingga investor lebih tertarik untuk melakukan investasi pada sektor perbankan, yakni deposito. Hal ini akan sangat merugikan keberlangsungan pasar modal karena pasar modal akan ditinggalkan oleh para investor.

1.2 Perumusan Masalah

Masalah dalam penelitian ini dapat dirumuskan menjadi dua, yaitu sebagai berikut.

1. Apakah kinerja perusahaan akan berbeda sebelum dan sesudah dilakukannya *right issue*.
2. Apakah kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* berbeda dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*.

1.3 Tujuan Penelitian

Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah dilakukannya *right issue*.

1. Untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* dengan perusahaan yang tidak melakukan *right issue*.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Untuk menguji pendapat bahwa tujuan perusahaan melakukan *right issue* adalah untuk memperoleh dana murah dari masyarakat dengan cara mudah.
2. Bagi para investor, pemegang saham, dan pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan akan memperoleh informasi dalam pembuatan keputusan apabila perusahaan melakukan kebijakan *right issue*.
3. Bagi perusahaan, untuk memberikan masukan bahwa perubahan kinerja yang terjadi senantiasa dipantau oleh pihak-pihak yang berkepentingan. Apabila kinerja mengalami penurunan, maka hal ini akan menurunkan kepercayaan investor terhadap perusahaan itu sendiri dan pasar modal secara umum.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pemahaman *Right Issue*

Perusahaan yang *listing* di pasar modal melalui penawaran saham perdana (*IPO*), dalam perjalanan kegiatan operasinya di bursa efek dapat melakukan penawaran saham berikutnya, bahkan bisa berkali-kali.

Hal ini sangat tergantung kebijaksanaan yang ingin dijalankan oleh perusahaan dengan tujuan melakukan ekspansi usaha, menambah modal, memperkuat struktur permodalan yang dimiliki oleh perusahaan, membayar utang, dll. *Right issue* merupakan salah satu cara yang bisa ditempuh perusahaan untuk menjalankan kebijakan untuk mencapai tujuan yang diinginkan.

Pada pasar modal yang sedang berkembang (*emerging capital market*) *right issue* sering dilakukan apabila perusahaan akan melakukan penawaran saham. Hal ini dapat dilihat pada pasar modal di Indonesia, Yunani, dan Korea. Di samping itu, sebagian besar negara masih menggunakan *right issue* sebagai pilihan utama. Pasar modal di Inggris pada tahun 1975 hampir 99% menggunakan *right issue* dalam pengeluaran saham barunya. Di Swiss hampir tanpa terkecuali pasar modal mengeluarkan saham baru melalui *right issue*.

2.2 Teori yang Berhubungan dengan Agency Teory

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam *agency teory* pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan akan menimbulkan konflik dalam pengambilan keputusan. Pengambilan keputusan yang rentan terhadap konflik keagenan adalah sebagai berikut.

1. Aktivitas pencarian dana
2. Pembuatan keputusan sehubungan dengan bagaimana penggunaan dana tersebut dilakukan.

Agency teory menurut Jensen dan Meckling (1976), jumlah optimum *monitoring* dan *bonding* dicapai apabila biaya yang dikeluarkan lebih kecil dibandingkan dengan manfaat yang diperoleh. *Agency teory* muncul disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian suatu perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

2.3 Penilaian Kinerja Perusahaan

Penilaian kinerja perusahaan bertujuan untuk menilai kemampuan manajemen dalam menjalankan perusahaan. Proksi dari

kinerja perusahaan adalah indikator finansial rasio. Untuk menentukan proksi dari kinerja perusahaan berdasarkan beberapa pertimbangan: (1) hasil-hasil riset sejenis sebelumnya, (2) menggunakan tolok ukur yang telah ditetapkan oleh otoritas yang berwenang, (3) kelaziman dalam praktik, (4) mengembangkan model pengukuran melalui pengujian secara statistik terlebih dahulu untuk memilih tolok ukur yang sesuai dengan tujuan risetnya.

2.4 Penelitian tentang Right Issue

Penelitian klasik mengenai *right issue* dimulai oleh Scholes (1972), kemudian diikuti oleh Smith (1977), Ball, Brown, dan Finn (1977), Kalay dan Shimrat (1987), Loderer dan Zimmerman (1988), Khotare (1991), Eckbo dan Masulis (1992). Hasil yang diperoleh tentang *abnormal return* menunjukkan pengaruh yang berbeda-beda. Healy dan Palepu (1990) yang meneliti tentang perbedaan kinerja setelah melakukan *right issue* tidak menemukan penurunan kinerja. Sebaliknya, penelitian Hansen dan Crutchley (1990), McLaughlin, Safieddine, dan Vasudevan (1996), Teoh, Welch dan Wong (1997), Rangan (1997), Loughran dan Ritter (1997) menemukan penurunan kinerja setelah perusahaan melakukan *right issue*.

Di Indonesia penelitian tentang *Right Issue* dilakukan oleh Alam (1994), Budiarto (1997), Erawati, (1999), Safitri (2000), dan Tubastuvi (2001). Semua penelitian tersebut tentang pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *abnormal return*. Hasil yang diperoleh ternyata berbeda-beda. Harto (2001) melakukan penelitian tentang perubahan kinerja dengan dilakukannya *right issue* menemukan kinerja operasi, profitabilitas, dan saham perusahaan mengalami penurunan pasca *right issue*, sedangkan *non issuer* hampir semua menunjukkan kinerja *issuer underperformance* dibandingkan dengan *non issuer*.

2.5 Pengembangan Hipotesis

Beberapa penelitian menggunakan analisis rasio untuk mengevaluasi kinerja

keuangan perusahaan. Penelitian-penelitian tersebut ada yang dilakukan di Indonesia dan yang lainnya di luar negeri. Penelitian di Indonesia antara lain dilakukan oleh Yanti (2001), Harto (2001), dan Machfoedz (1999a dan 1999b). Sebaliknya, yang di luar negeri di antaranya Healy dan Palepu (1990), Hansen dan Crutchley (1990), McLaughlin, Safiedine, dan Vasudevan (1996), T. Loughran dan J.R. Ritter (1997).

Dalam penelitian yang kami lakukan rasio-rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan adalah :

1. Rasio Likuiditas : *Current Ratio (CR)*
2. Rasio Leverage : *Leverage Ratio (LEV), Deb to Equity Ratio (DER)*
3. Rasio Aktivitas : *Asset Turnover (ATO)*
4. Rasio Profitabilitas : *Operating Profit Margin (OPM), Nett Profit Margin (NPM), Return on Asset (ROA), Return on Equity (ROE)*

Hipotesis pertama :

H1 Tingkat kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* berbeda dibandingkan dengan sebelum melakukan *right issue*.

Secara operasional, kinerja diprosikan dengan likuiditas, *leverage*, aktivitas, dan profitabilitas sehingga hipotesis ini menjadi sebagai berikut.

H1a Tingkat kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* dalam bentuk likuiditas berbeda dibandingkan dengan sebelum melakukan *right issue*.

H1b Tingkat kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* dalam bentuk *leverage* berbeda dibandingkan dengan sebelum melakukan *right issue*.

H1c Tingkat kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue* dalam bentuk aktivitas berbeda dibandingkan dengan sebelum melakukan *right issue*.

H1d Tingkat kinerja perusahaan setelah melakukan *right issue*

dalam bentuk profitabilitas berbeda dibandingkan dengan sebelum melakukan *right issue*.

Hipotesis kedua :

H2 Tingkat kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* berbeda dibandingkan dengan yang tidak melakukan *right issue*.

Secara operasional, kinerja diprosikan dengan likuiditas, *leverage*, aktivitas, dan profitabilitas sehingga hipotesis ini menjadi sebagai berikut.

H2a Tingkat kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* dalam bentuk likuiditas berbeda dibandingkan dengan yang tidak melakukan *right issue*.

H2b Tingkat kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* dalam bentuk *leverage* berbeda dibandingkan dengan yang tidak melakukan *right issue*.

H2c Tingkat kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* dalam bentuk aktivitas berbeda dibandingkan dengan yang tidak melakukan *right issue*.

H2d Tingkat kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* dalam bentuk profitabilitas berbeda dibandingkan dengan yang tidak melakukan *right issue*.

3. METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian & Desain Penelitian

Jenis penelitian ini adalah *event study*. Penelitian *event study* bertujuan untuk mengetahui pengaruh suatu peristiwa yang terjadi. Pada penelitian ini yang ingin diketahui adalah pengaruh yang ditimbulkan dengan adanya *right issue* terhadap kinerja perusahaan.

Tahapan-tahapan metodologi dalam penelitian ini dapat dibagi menjadi beberapa tahap, yakni tahap pertama ingin mengetahui apakah terjadi perbedaan kinerja sebelum dan sesudah perusahaan melakukan *right issue*. Tahap kedua ingin mengetahui apakah terjadi perbedaan kinerja antara perusahaan

yang melakukan *right issue* dengan yang tidak melakukan *right issue*.

3.2 Populasi & Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data perusahaan yang melakukan *right issue* dan perusahaan pembanding yang tidak melakukan *right issue* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan cara *purposive sampling*. Adapun kriteria sampel perusahaan yang melakukan *right issue* adalah sebagai berikut.

1. Perusahaan yang melakukan *right issue* di BEJ periode tahun 1996--1999.
Dengan menggunakan *window* sebelum dan sesudah *right issue* selama dua tahun (perusahaan tidak melakukan *right issue* tambahan dan *company listing* selama periode *window*)
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan dengan tahun fiskal yang berakhir 31 Desember 1994--2001.
3. Pengecualian perusahaan perbankan dan lembaga pembiayaan.

Sebaliknya, untuk memperoleh sampel perusahaan pembanding, digunakan kriteria sebagai berikut.

1. Perusahaan tidak melakukan *right issue*.
Perusahaan sampel pembanding tidak melakukan *right issue* pada tahun *issuer* melakukan *right issue* dan dengan *window* dua tahun ke depan dan dua tahun ke belakang tidak melakukan *right issue* serta *company listing*.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan dengan tahun fiskal yang berakhir 31 Desember 1994--2001.
3. Pengecualian perusahaan perbankan dan lembaga pembiayaan
4. Perusahaan pembanding terdapat pada satu kelompok atau kelompok terdekat dengan perusahaan *issuer*
5. Sampel perusahaan pembanding menggunakan ukuran (*size*) yang sebanding berdasarkan nilai kapitalisasi pasar pada bulan *issuer* melakukan *right issue*.

3.3 Identifikasi & Pengukuran Variabel

3.3.1 Variabel dependen & penelitian yang mendukung

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan rasio-rasio. Beberapa penelitian sebelumnya yang menggunakan rasio-rasio untuk mengukur kinerja karena pengaruh *right issue* adalah Stein (1989), Healy dan Palepu (1990), Hansen dan Crutchley (1990), McLaughlin, Safieddinen, dan Vasudevan (1996), Loughran dan Ritter (1997), Harto (2001). Penelitian lain yang juga menggunakan rasio untuk mengukur kinerja adalah Beaver (1966 dan 1968), Machfoedz (1999a dan 1999b), Yanti (2001)

Rasio-rasio yang digunakan untuk mengukur dalam penelitian ini mengacu kepada penelitian-penelitian sebelumnya, yakni sebagai berikut.

- a. Rasio Likuiditas (*Current Ratio*)
- b. Rasio Aktivitas (*Assets Turn Over*)
- c. Rasio Leverage (*Leverage & Deb to Equity ratio*)
- d. Rasio Profitabilitas (*Operating Profit Margin, Nett Profit Margin, Return on Asset, & Return on Equity*)

3.3.2 Variabel independen & penelitian yang mendukung

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *right issue*. Pengukuran variabel independen ini mengacu pada penelitian Hansen dan Crutchley (1990), McLaughlin, Safieddine, dan Vasudevan (1996), Loughran dan Ritter (1997), Harto (2001), yakni membedakan tingkat rata-rata (*mean*) dari seluruh rasio untuk seluruh sampel sebelum dan sesudah *right issue* dan rata-rata (*mean*) seluruh rasio untuk sampel perusahaan yang melakukan *right issue* dan yang tidak melakukan *right issue*.

3.4 Seleksi Data & Koleksi Data

Sampel perusahaan dipilih secara *purposive sampling* dengan menggunakan kriteria yang telah ditetapkan. Dari kriteria yang ditetapkan tersebut, akhirnya diperoleh sampel 43 perusahaan yang melakukan *right*

issue dan 43 perusahaan *non issuer*. Adapun perincian berdasarkan *size*, yakni 36 kecil, 6 sedang, 1 besar.

Penelitian ini menggunakan periode waktu selama empat tahun, yaitu tahun 1996--1999 sehingga dikategorikan penelitian *longitudinal* dan menggunakan metode *pooling* data, yaitu data banyak perusahaan selama beberapa tahun.

Sampel pembanding yang digunakan adalah perusahaan yang tidak melakukan *right issue* dengan menggunakan ukuran (*size*) perusahaan. Ukuran (*size*) perusahaan mengacu kepada kapitalisasi pasarnya. Menurut Ang (1997) kategori kapitalisasi pasar dapat dikategorikan sebagai berikut: *big-cap* (lebih besar atau sama dengan Rp 5.000.000.000), *mid-cap* (Rp 1.000.000.000 dan Rp 5.000.000), *small-cap* (lebih kecil dari Rp 1.000.000).

3.5 Metode Analisis Data

Metode yang digunakan untuk mengolah data yang diperoleh adalah metode statistik *non parametric* karena setelah diuji dengan menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov*, ternyata seluruh data yang digunakan tidak mencerminkan data yang terdistribusi dengan normal. Penelitian-penelitian lain yang menunjukkan fenomena serupa, yakni pada penelitian Payamta (1998), Machfoedz (1999b), Yanti (2002), Loughran dan Ritter (1997).

Tahapan-tahapan dalam melakukan pengujian hipotesis adalah sebagai berikut.

1. Melakukan penghitungan rasio-rasio keuangan dan operasi selama periode amatan.
2. Dengan metode *Kolmogorov-Smirnov* melakukan uji distribusi.
3. Menghitung *mean* rasio untuk mengetahui meningkat atau menurunnya tingkat kinerja keuangan perusahaan.
4. Melakukan pengujian signifikan tidaknya perbedaan kinerja keuangan perusahaan dengan tingkat keyakinan 95%. Pengujian berpasangan untuk tiap-tiap rasio dilakukan dengan dua kali pengujian untuk perusahaan secara

keseluruhan dan memasukkan kategori perusahaan berdasarkan *size*, yakni sedang dan kecil. Sebaliknya, untuk perusahaan besar hanya diperoleh satu data dimasukkan kategori perusahaan sedang. Pengujian dilakukan 2 kali untuk membandingkan kinerja satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah *right issue* dan dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah *right issue*:

- a. t-1 ke t+1
- b. t-2 ke t+2

5. Melakukan pengujian sampel independen untuk mengetahui adanya perbedaan yang signifikan antara *issuer* dengan *non-issuer*. Pengujian dilakukan dengan tingkat keyakinan 95% antara perusahaan yang melakukan *right issue* dengan yang tidak melakukan *right issue*. Menghitung *mean* rasio untuk mengetahui perbedaan *performance issuer* dengan *non-issuer*. Di samping itu, memasukkan *size* perusahaan yakni perusahaan sedang dan kecil.

4. ANALISIS HASIL PENELITIAN

4.1 Hasil Pengujian Hipotesis I

4.1.1 Hasil *wilcoxon signed ranks test* satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah *right issue*

Dari hasil pengujian yang dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan uji berpasangan untuk pengujian satu tahun sebelum dan sesudah *right issue* berdasarkan tingkat keyakinan 95% tidak terdapat rasio yang signifikan.

4.1.1.1 Hasil *wilcoxon signed ranks test* satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah *right issue* berdasarkan *size*

Dari hasil pengujian yang dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan uji berpasangan untuk pengujian satu tahun sebelum dan sesudah *right issue* untuk perusahaan *size* sedang terdapat dua rasio yang signifikan mengalami penurunan

berdasarkan tingkat keyakinan 95%, yakni *ATO* ($Z_{Hit} = -2,117$ *Asym Sig* = 0,034), *ROA* ($Z_{Hit} = -2,197$ *Asym Sig* = 0,028).

4.1.1.2 Hasil wilcoxon signed ranks test dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah *right issue*

Dari pengujian yang dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan uji berpasangan untuk dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah *right issue* terdapat dua rasio signifikan berdasarkan tingkat keyakinan 95% yang mengalami penurunan, yaitu *ROA* ($Z_{Hit} = -2,234$ *Asym Sig* = 0,025), *ROE* ($Z_{Hit} = -2,415$ *Asym Sig* = 0,016), sedangkan satu rasio mengalami kenaikan, yakni *LEV* ($Z_{Hit} = -2,923$ *Asym Sig* = 0,003).

4.1.2.1 Hasil wilcoxon signed ranks test dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah *right issue* berdasarkan size

Dari pengujian yang dilakukan dengan *Wilcoxon Signed Ranks Test* dengan uji berpasangan dengan pengujian dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah *right issue* untuk perusahaan *size* kecil berdasarkan tingkat keyakinan 95% terdapat satu rasio yang signifikan mengalami kenaikan, yakni *LEV* ($Z_{Hit} = -2,671$ *Asym Sig* = 0,008).

4.2 Hasil Pengujian Hipotesis II

4.2.1 Pengujian hipotesis II, yaitu membandingkan perusahaan *issuer* dan *non-issuer* dengan menggunakan uji independen

Dari pengujian independen dengan tingkat keyakinan 95% terdapat dua rasio yang signifikan berbeda antara perusahaan *issuer* dan *non-issuer*, yakni *CR* dan *LEV*. *CR mean issuer* lebih tinggi pada t-0 (*Asym Sig* = 0,011), t+1 (*Asym Sig* = 0,039), t+2 (*Asym Sig* = 0,039), sedangkan *LEV mean issuer* lebih rendah pada t+1 (*Asym Sig* = 0,021) dibanding *non-issuer*.

4.2.2 Pengujian hipotesis II, yaitu membandingkan perusahaan *issuer* dan *non-issuer* dengan

menggunakan uji independen berdasarkan size

4.2.2.1 Perusahaan *size* kecil

Dari pengujian independen perusahaan *size* kecil dengan tingkat keyakinan 95% terdapat satu rasio yang signifikan berbeda antara perusahaan *issuer* dengan *non-issuer*, yakni *LEV* pada t-0 (*Asym Sig* = 0,018) dan t+1 (*Asym Sig* = 0,037). Di sini *mean issuer LEV* lebih rendah dibandingkan dengan *non-issuer*.

4.2.2.2 Perusahaan *size* sedang

Dari pengujian independen perusahaan *size* sedang dengan tingkat keyakinan 95% satu rasio yang signifikan berbeda antara perusahaan *issuer* dengan *non-issuer*, yakni *NPM* pada t-2 (*Asym Sig* = 0,012). Di sini *mean issuer* lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan *non-issuer*.

5. SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN IMPLIKASI

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis rasio yang dilakukan, ada beberapa hal yang dapat disimpulkan dari penelitian ini, yaitu sebagai berikut.

1. Hasil-hasil yang diperoleh dengan uji berpasangan sebelum dan sesudah perusahaan melakukan *right issue* adalah seperti di bawah ini.
 - a. Berdasarkan rasio likuiditas
 - *CR*, tidak signifikan pada tingkat keyakinan 95%.
 - b. Berdasarkan rasio leverage
 - *LEV*, signifikan 95% mengalami *kenaikan* pada dua kali pengujian, untuk keseluruhan perusahaan satu kali dan perusahaan *size* kecil satu kali pada pengujian dua tahun sebelum dan sesudah *right issue*.
 - c. Berdasarkan rasio aktivitas
 - *ATO*, signifikan 95% mengalami *penurunan* pada satu kali pengujian, yakni untuk perusahaan *size* sedang pada waktu pengujian satu tahun sebelum dan sesudah *right issue*.
 - d. Berdasarkan rasio profitabilitas

- *ROA*, signifikan 95% mengalami *penurunan* pada dua kali pengujian, yakni satu kali untuk perusahaan sedang pada waktu pengujian satu tahun sebelum dan sesudah *right issue*. Di samping itu, satu kali untuk keseluruhan perusahaan, pada waktu pengujian dua tahun sebelum dan sesudah *right issue*.
 - *ROE*, signifikan 95% mengalami *penurunan* pada satu kali pengujian, yakni untuk keseluruhan perusahaan, pada waktu pengujian dua tahun sebelum dan sesudah *right issue*.
2. Hasil-hasil yang diperoleh dengan uji independen untuk mengetahui perbedaan kinerja antara perusahaan *issuer* dan *non-issuer* adalah sebagai berikut.
- a. Berdasarkan rasio likuiditas
 - *CR*, signifikan 95% berbeda antara *issuer* dengan *non-issuer* pada tiga kali pengujian untuk keseluruhan perusahaan, yakni t-0, t+1, t+2 dan *mean issuer* lebih tinggi dibandingkan dengan *non-issuer*.
 - b. Berdasarkan rasio leverage
 - *LEV*, signifikan 95% berbeda antara *issuer* dengan *non-issuer* pada satu kali pengujian t+1 untuk keseluruhan perusahaan, dan dua kali pada perusahaan size sedang pada t-0 dan t+1. Di sini *mean issuer* lebih rendah dibandingkan dengan *non-issuer*.
 - c. Berdasarkan rasio aktivitas
 - *ATO* tidak berbeda secara signifikan antara *issuer* dengan *non-issuer* pada tingkat keyakinan 95%.
 - d. Berdasarkan rasio profitabilitas
 - *NPM*, signifikan 95% berbeda antara *issuer* dengan *non-issuer* pada t-2 untuk perusahaan size sedang dan *mean issuer* lebih tinggi dibandingkan dengan *non-issuer*.

5.2 Keterbatasan

1. Belum membersihkan *confounding effect* selama periode *window*, seperti dividen, bonus, *stock split*.
2. Sampel perusahaan *issuer* dan *non-issuer* hanya diamati dengan rentang waktu dua tahun, baik sebelum maupun sesudah dilakukannya *right issue*, padahal pengaruh yang diakibatkan dengan kebijakan *right issue* perusahaan bisa lebih dari dua tahun (jangka panjang). Dengan demikian, apabila pengamatan dilakukan dengan rentang waktu yang lebih lama, hasilnya belum tentu sama dengan penelitian yang kami lakukan.
3. Penelitian ini juga belum membandingkan pengaruh jenis industri terhadap kebijakan *right issue* yang dilakukan perusahaan.

5.3 Implikasi

1. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang melakukan kebijakan *right issue* periode tahun 1996--1999, yang selama periode tersebut Indonesia sedang mengalami krisis moneter. Pengaruh *right issue* mungkin akan berbeda apabila penelitian ini menggunakan sampel pengamatan ketika perekonomian Indonesia tidak sedang mengalami krisis.
2. Penelitian mendatang diharapkan dapat menggunakan rentang waktu amatan lebih dari dua tahun sehingga pengaruh dari kebijakan *right issue* dalam jangka panjang dapat diamati.
3. Penelitian mendatang juga dapat mengamati perbedaan pola yang terjadi pada jenis industri serta membandingkan *issuer* besar dan *issuer* kecil.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta : Mediasoft Indonesia, 1997.

- Alam, Samsu., Dampak Right Issue Pada Kemakmuran Para Pemegang Saham : Periode Amatan Selama Tahun 1993 (Studi Kasus pada PT. BEJ),” *Laporan Internship*, Program Studi Magister Manajemen, UGM, Yogyakarta, hal.1-45, 1994.
- Ball, R.P. Brown and F.J. Finn. 1977. Share Capitalization Changes, New Information and the Australian Equity Market, *paper konferensi Accounting Association of Australia and New Zealand*.
- Beaver, William. 1966. “Financial Ratios as Predictors of Failure” *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, pp. 71-111.
- Budiarto, M. Arif. 1997. Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta. “*Tesis*. Jogjakarta : UGM.
- Crutchley Claire E. and Robert S Hansen. 1989. *A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*. Financial Management. Winter.
- Eckbo, B.E. dan R. W. Masulis. “Adverse Selection and Right Offer Paradox”. *Journal of Financial Economics*. pp. 293-332. Desember 1992.
- Erawati I.M.Adi. 1999. Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Perubahan Aktivitas Volume Perdagangan Saham dan Harga Saham di Bursa Efek Jakarta”. *Tesis*. Bandung : Universitas Padjadjaran.
- Healy, Paul dan Khrisna G. Palepu. 1990. “Earnings and risk Changes Surrounding Primary Stock Offer”. *Journal of Accounting Research*. Vol. 28. Spring.
- Hansen, Robert S., and Claire Crutchley.1990. “Corporate Earnings and Financing: An Empirical Analysis”. *Journal of Business* 63, 347-371.
- Harto, Puji. 2001. “Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Right Issue di Indonesia”. *SNA IV*. Agustus, 2001.
- Jensen, MC and Meckling WH. 1976. “Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal Of Financial Economic*.
- Kothare, M. 1997. The Effect Of Equity Issues on Ownership structure and stock liquidity : A Comparison Of Right and Public Offerings”. *Journal Of Financial Economic (JFE)*. Vol 1.
- Kalay, A. dan A. Shimrat. 1987. “Firm Value and Seasoned Equity Issues. Price Pressure, Wealth Redistribution or negatif Information”. *Journal of Financial Economic*, 19. pp.109-126. September 1987.
- Loderer, C., Zimmermann, H. 1988 “Stock Offerings in a Different Institutional Setting : The Swiss Case, 1973-1983”. *Journal of Banking Finance* 12, 353-378.
- Loughran, Tim dan Jay R. Ritter. 1997. “The Operating performance of Firm Conducting Seasoned Equity Offering”. *Journal of Finance*. Vol LII. No.5. Desember 1997.
- Machfoedz, Mas’ud. 1999. “Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta.” *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 14. No.1, pp. 37-49.
- . 1999. “Profil Kinerja Finansial Perusahaan-Perusahaan yang Go Public di Pasar Modal Asean”. Vol.14, No. 1. pp. 56-72.
- Miller, M., dan K. Rock. 1985. “Dividend Policy Under Assymmetric Information”. *Journal of Finance*. p.1031-1051.
- McLaughlin, Assem S. dan Gopala K.V. 1996. *The Operating of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post Issues Performance*. Financial Management. Vol. 25, No. 4, p.41-53.
- Payamta. 1998. “Evaluasi Kinerja Perusahaan Perbankan Sebelum dan Sesudah Menjadi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. UGM.
- Ranggan, Srinivasan. 1997. “Earnings Management and The Performance of Seasoned Equity Offerings”. *Journal of Financial Economics*. Forthcoming.
- Safitri,A. 2000. “Analisis Reaksi Investor terhadap Pengumuman Right Issue di Pasar Modal Indonesia”. *Tesis*. Jogjakarta : UGM.
- Scholes, M. 1972. “The Market for Securities: Substitution Vs. Price Pressure and Effects of Information on Share Prices”. *Journal of Business*. Vol. 45, pp.179-211.

- Stein, Jeremy. 1989. "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior." *Quarterly Journal of Economics* 104, 655-669.
- Tubastuvi, N. 2002. "Analisis Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Abnormal Return Saham: Study Empiris di Bursa Efek Jakarta". *Tesis*. Jogjakarta : UGM.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, and T.J. Wong. 1997. "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*. Forthcoming.
- Yanti. 1989. "Penggunaan Rasio-rasio Keuangan untuk menganalisis Efisiensi *Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividens*" *Financial management*. Winter.