

BAB II

PASAR MODAL, RIGHT ISSUE, EFISIENSI PASAR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 PASAR MODAL

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam suatu negara, yang pada dasarnya peranan tersebut mempunyai kesamaan antara satu negara dengan negara lain. Hampir semua negara di dunia ini mempunyai pasar modal, yang bertujuan menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan entitas dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal. Peranan pasar modal dalam suatu negara adalah (Sunariyah, 2000):

1. Sebagai fasilitas melakukan interaksi antara pembeli dan penjual untuk menentukan harga saham atau surat berharga yang diperjualbelikan. Dari segi lain pasar modal memberikan kemudahan dalam melakukan transaksi tanpa melalui tatap muka (pembeli dan penjual bertemu secara langsung).
2. Pasar modal memberikan kesempatan kepada para investor untuk memperoleh hasil (*return*) yang diharapkan. Keadaan tersebut akan mendorong perusahaan (emiten) untuk memenuhi keinginan para investor dalam memperoleh hasil yang diharapkan.
3. Pasar modal memberi kesempatan kepada investor untuk menjual kembali saham yang dimilikinya atau surat berharga lainnya. Dengan beroperasinya pasar modal para investor dapat melikuidasi surat berharga

yang dimilikinya tersebut setiap saat. Apabila pasar modal tidak ada, maka investor terpaksa harus menunggu pencairan surat berharga yang dimilikinya sampai dengan saat perusahaan dilikudasi, keadaan semacam ini akan menjadikan investor kesulitan mendapatkan uangnya kembali bahkan tertunda-tunda dan berakibat menerima resiko rugi yang sulit diprediksi sebelumnya. Jadi operasi pasar modal dapat menghindarkan ketidakpastian dimasa yang akan datang.

4. Pasar modal menciptakan kesempatan bagi masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian, masyarakat umum mempunyai kesempatan untuk mempertimbangkan suatu alternatif cara penggunaan uang mereka. Selain menabung mereka dapat melakukan investasi melalui pasar modal, yaitu dengan membeli sebagian kecil saham perusahaan publik.
5. Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga. Bagi para investor keputusan ini harus didasarkan pada tersedianya informasi yang akurat dan dapat dipercaya. Pasar modal dapat menyediakan kebutuhan terhadap informasi bagi para investor secara lengkap, yang apabila hal tersebut harus dicari sendiri akan memerlukan biaya yang sangat mahal. Dengan adanya pasar modal tersebut biaya memperoleh informasi ditanggung oleh seluruh pelaku pasar bursa, dengan demikian biayanya akan lebih murah.

2.1.1 Pengertian dan Fungsi Pasar Modal

Ada beberapa pengertian mengenai pasar modal :

1. Pasar modal (*capital market*) adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri.
2. Pasar modal dalam arti yang sempit adalah suatu tempat dalam pengertian fisik yang terorganisasi dengan efek-efek diperdagangkan yang disebut bursa efek. Pengertian bursa efek (*stock exchange*) adalah suatu sistem yang terorganisasi yang mempertemukan penjual dan pembeli efek yang dilakukan baik secara langsung maupun tidak langsung. Pengertian efek adalah setiap surat berharga yang diterbitkan oleh perusahaan, misalnya: surat pengakuan utang, surat berharga komersial (*commercial paper*), saham, obligasi, tanda bukti hutang, bukti right (*right issue*) dan waran (*warrant*).
3. Definisi pasar modal menurut kamus pasar uang dan modal adalah pasar konkrit atau abstrak yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan yang memerlukan dana jangka panjang, yaitu jangka satu tahun ke atas. Umumnya yang termasuk pihak penawar adalah perusahaan asuransi, dana pensiun, bank-bank tabungan, sedangkan yang termasuk peminat adalah pengusaha, pemerintah dan masyarakat umum.

4. Pasar modal menurut E.A Koetin (1994) adalah pasar yang memperjualbelikan modal untuk bisnis, tempat dimana pihak yang membutuhkan modal (emiten) dipertemukan dengan pihak yang memiliki modal untuk diinvestasikan dalam suatu usaha (pemodal). Pemodal memasukkan uangnya dan biasanya investasi tersebut untuk jangka waktu lebih dari satu tahun.

Secara formal pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang dan jangka pendek yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang maupun dalam modal sendiri, baik yang dikeluarkan oleh pemerintah, publik maupun perusahaan swasta (Husnan, 2001). Bentuk pasar modal di Indonesia ada dua:

1. Pasar Perdana (*Primary market*)

Pasar perdana merupakan pasar dimana terjadi penawaran efek emiten kepada pemodal untuk pertama kalinya. Keuntungan pembelian efek di pasar perdana adalah tidak adanya biaya komisi perantara. Harga efek merupakan harga pasti untuk mengetahui apakah harga efek perusahaan tersebut wajar dapat melalui prospektus yang diterbitkan.

2. Pasar Sekunder (*Secondary market*)

Pasar sekunder adalah pasar dimana penawaran efek kepada publik setelah melalui masa penawaran pada pasar perdana dan dicatatkan pada bursa efek. Harga pada pasar sekunder ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran efek tersebut di pasar. Dalam pasar sekunder dikenal adanya:

a. Bursa Efek

Adalah bursa yang digunakan untuk menyelenggarakan jual beli efek.

b. Bursa Paralel atau *Over the Counter Market* (OTC)

Merupakan suatu sistem perdagangan yang terorganisasi di luar BEJ yang dikelola oleh BAPEPAM dalam bentuk pasar sekunder, diatur dan diselenggarakan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE). Secara umum bursa paralel ini dipergunakan untuk memperjualbelikan efek yang menurut peraturan berlaku belum memenuhi syarat diperjualbelikan di bursa efek. Pada negara maju dikenal juga *Third Market*, berfungsi bagi perusahaan berskala menengah dan kecil yang berkeinginan untuk memperoleh dana dari masyarakat tetapi belum mampu memenuhi persyaratan yang ditetapkan di bursa efek dan bursa paralel.

Secara umum pasar modal mempunyai fungsi sebagai berikut:

1. Menciptakan pasar secara terus menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat.
2. Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme pasar.
3. Membantu pembelanjaan atau pemenuhan kebutuhan dana dunia usaha melalui penghimpunan dana.
4. Memperluas proses perluasan partisipasi kewajiban jangka pendek dengan menggunakan beberapa bagian modal sendiri.

2.1.2 Kebutuhan Informasi di Pasar Modal

- Jenis Informasi di Pasar Modal

Investor melakukan pengambilan keputusan investasi berdasarkan informasi yang dimilikinya. Perusahaan yang sudah *go public* harus dapat memberikan informasi mengenai keadaan perusahaan dan hal-hal yang terjadi di dalam perusahaan kepada umum secara transparan. Informasi tersebut dapat berupa pelaporan keuangan perusahaan dan peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan (*corporate event*) seperti pembagian dividen, *stock split*, *right issue*, perubahan kepemilikan dan sebagainya yang dipublikasikan dalam bentuk pengumuman.

Meskipun perusahaan yang sudah *go public* dituntut untuk bersikap transparan, pihak manajemen perusahaan tidak dapat memberikan semua informasi mengenai perusahaan kepada umum. Menurut Mark Grinblatt dan Sheridan Titman, pihak manajemen tidak dapat memberikan semua informasi mengenai perusahaan kepada umum karena informasi tersebut merupakan rahasia perusahaan sehingga tidak boleh diketahui oleh perusahaan pesaing, informasinya merupakan informasi yang tidak menguntungkan dan informasi tersebut sulit untuk diquantitaskan atau dibuktikan.

- Fungsi Informasi di Pasar Modal

Investor yang akan melakukan transaksi di pasar modal akan selalu berhadapan dengan resiko yang muncul karena adanya faktor

ketidakpastian. Investor harus dapat menganalisis setiap peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan (*corporate event*) yang dipublikasikan secara umum di pasar modal. Peristiwa yang mempunyai kandungan informasi akan menyebabkan reaksi pasar. Reaksi pasar akan tercermin melalui perubahan harga saham dan volume perdagangan saham.

Secara teoritis terdapat tiga tingkat efisiensi pasar yang dapat mencerminkan hubungan antara informasi dengan harga saham. Tingkat efisiensi pasar yang pertama adalah efisiensi bentuk lemah. Dalam keadaan tersebut harga mencerminkan semua informasi yang termuat dalam catatan harga pada masa yang lalu. Tingkat efisiensi yang kedua adalah keadaan saat harga tidak hanya mencerminkan harga pada masa lalu tetapi juga semua informasi lain yang dipublikasikan. Keadaan tersebut dikenal dengan efisiensi bentuk setengah kuat. Tingkat efisiensi yang ketiga adalah efisiensi bentuk kuat saat harga mencerminkan tidak hanya informasi umum tetapi juga semua informasi yang dapat diperoleh dengan melakukan analisa fundamental yang seksama terhadap perusahaan dan ekonomi.

2.2 RIGHT ISSUE

Right issue merupakan salah satu jenis *corporate action* yang dapat menimbulkan reaksi pasar. Reaksi pasar ini dapat diukur dengan menggunakan

abnormal return. *Abnormal return* digunakan untuk menguji reaksi pasar terhadap peristiwa yang berkaitan dengan perusahaan yang dipublikasikan melalui pengumuman.

Ada bermacam-macam jenis *corporate action*. Kelompok pertama berupa *right issue*, *stock split*, saham bonus dan pembagian dividen baik dalam bentuk dividen saham maupun dividen tunai. Kelompok kedua berupa *initial public offering* dan *additional listing* seperti *private placement*, konversi saham baik dari *warrant*, *right* maupun obligasi. Pada umumnya, pembicaraan mengenai *corporate action* mengacu kepada aktivitas emiten pada kelompok pertama karena pada kelompok kedua, *corporate action* dalam jenis tersebut tidak berpengaruh terhadap harga yang terjadi di pasar kecuali berupa pencatatan penambahan saham baru (Darmadji dan Fakhruddin. 2001).

2.2.1 Konsep *Right Issue*

Ketika perusahaan memutuskan untuk menerbitkan saham baru, perusahaan dapat menjual saham tersebut sebagai *public issue*. Jika perusahaan melakukan *public issue*, maka perusahaan harus melakukan registrasi ke BAPEPAM. Jika saham baru dijual kepada kurang dari 35 investor, maka hal tersebut merupakan *private issue* dan perusahaan tidak perlu melakukan registrasi.

Ada dua macam *public issue*, yaitu *general cash offer* dan *right offer* (*right issue*). *General cash offer* dijual kepada semua investor, sedangkan *right issue* hanya dijual kepada investor lama. Penelitian ini hanya akan membahas mengenai *right issue*.

Istilah *right issue* di Indonesia dikenal pula dengan istilah HMETD (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu). *Right* merupakan produk derivatif atau turunan dari saham. Kebijakan untuk melakukan *right issue* merupakan upaya emiten untuk menambah saham yang beredar, guna menambah modal perusahaan. *Right issue* ditawarkan terlebih dahulu pada pemegang saham saat ini / pemegang saham lama (*existing shareholder*). Jadi pemegang saham lama memiliki hak *preemptive rights* atau HMETD. Tentu saja untuk mendapatkan saham tersebut, pemegang saham harus melaksanakan *right* tersebut pada tingkat harga yang sudah ditentukan. Karena sifatnya hak dan bukan merupakan kewajiban, maka jika pemegang saham tidak ingin melaksanakan haknya, maka ia dapat menjual haknya tersebut. Dengan demikian terjadilah perdagangan atas *right*. *Right* diperdagangkan seperti halnya saham, namun perdagangan *right* ada masa berlakunya. Imbalan yang akan didapat oleh pembeli *right* adalah sama dengan membeli saham, yaitu dividen dan *capital gain*. Ada risiko yang harus diterima oleh pembeli, baik mereka yang merealisasikan haknya atau tidak dalam *right issue*, yaitu risiko turunnya harga saham dan dividen persaham.

Ada beberapa definisi *right*, diantaranya adalah oleh :

1. EA. Koetin (1994)

Menurut EA. Koetin, *right* adalah hak yang diberikan kepada pemegang saham lama untuk membeli terlebih dahulu saham yang baru dikeluarkan dengan tujuan agar para pemegang saham diberi kesempatan untuk mempertahankan persentase kepemilikannya didalam suatu perusahaan.

2. Budiarto dan Baridwan (1999)

Menurut Budiarto dan Baridwan, *right* adalah suatu upaya yang dilakukan oleh emiten untuk menghemat biaya emisi dan untuk menambah jumlah lembar saham yang beredar. Secara umum dapat disimpulkan bahwa *right* adalah hak bagi pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang dikeluarkan oleh emiten, biasanya harga yang ditawarkan lebih rendah dari harga yang ada dipasar.

3. G.L Leffler (1974) dalam (Dewi,2004)

Menurut G.L Leffler, *right* adalah hak terdahulu yang melekat pada suatu saham lama. Tiap satu saham lama diberikan satu *right*.

4. PT. BEJ dalam Brosur Pasar Modal

Menurut PT. BEJ, *right* adalah hak bagi pemodal untuk membeli saham baru yang dikeluarkan oleh emiten.

Perusahaan pada umumnya menggunakan jasa penjamin (*underwriter*) dalam penawaran sahamnya, termasuk dalam *right issue*. *Underwriter* dibayar dengan biaya kesiapsediaan (*standby fee*). Tugas utama *underwriter* adalah memformulasikan metode yang digunakan dalam menawarkan saham, menentukan harga saham yang ditawarkan, dan menjualkan saham yang ditawarkan.

Disamping itu, tanggung jawab *underwriter* dalam penawaran perdana saham ada 2 tipe, yaitu *firm commitment underwriting* dan *best effort underwriting* (Jogiyanto, 2000:19). Dalam *firm commitment underwriting*, bila dalam penawaran perdana tersebut saham yang ditawarkan tidak terjual semua,

maka *underwriter* akan membeli sisa saham yang tidak terjual tersebut sehingga perusahaan mempunyai kepastian akan mendapatkan jumlah dana yang cukup sesuai dengan yang diharapkan karena sisa saham yang tidak terjual akan dibeli oleh *underwriter*. Sedangkan dalam *best effort underwriting*, *underwriter* hanya berusaha menjualkan saham yang ditawarkan sebaik mungkin tapi tidak membeli saham yang tidak terjual.

Beberapa hal penting yang berkaitan dengan *right issue* antara lain :

- *Cum date*

Adalah tanggal terakhir seorang investor dapat meregistrasikan sahamnya untuk mendapatkan hak *corporate action*.

- *Ex date*

Adalah tanggal dimana investor tidak mempunyai hak lagi akan suatu *corporate action*.

- Tanggal Daftar Pemegang Saham (DPS)

Adalah tanggal dimana daftar pemegang saham yang berhak atas suatu *corporate action* diumumkan.

- Tanggal Pelaksanaan / Pengumuman (*annoumcement date*) akhir *right*.

Adalah tanggal periode *right* tersebut dicatatkan dibursa dan kapan berakhirnya.

- *Allotment Date*

Adalah tanggal yang menentukan jatah investor yang mendapatkan *right* dan seberapa besar tambahan saham baru akibat *right issue*.

- *Listing Date*

Adalah tanggal dimana penambahan saham akibat *right* tersebut didaftarkan di Bursa Efek.

2.2.2 Latar Belakang dikeluarkannya *Right Issue*

Pada umumnya perusahaan akan mengeluarkan kebijakan *right issue* untuk memperoleh dana dalam rangka proyek investasinya, disamping untuk menambah jumlah lembar saham di pasar akan meningkatkan likuiditas saham tersebut. *Right issue* lebih diutamakan untuk tujuan konsentrasi kepemilikan dari pada perluasan kepemilikan (Budiarto dan Baridwan, 1999 : 92) karena sebelum masuk ke pasar sekunder, saham *right issue* akan ditawarkan terlebih dahulu kepada pemegang saham terdahulu. Proporsi kepemilikan akan bertambah jika seluruh anggota pemegang saham lama menggunakan haknya dalam penawaran terbatas ini.

Pada saat penawaran terbatas, para pemegang saham yang memperoleh *right* mempunyai tiga pilihan untuk menggunakan *right* tersebut, antara lain: (Minarni, 2000:26)

1. Pemegang saham membeli saham baru yang ditawarkan dengan kupon (*right*) yang ada. Pada pilihan ini investor memerlukan tambahan dana agar dapat membeli saham baru dan jumlah saham yang dimiliki akan bertambah pula sehingga kekayaan investor tetap.
2. Pemegang saham tidak membeli saham baru yang ditawarkan pada penawaran terbatas, tetapi menjual kupon (*right*) seharga kupon tersebut.

Sama halnya dengan yang pertama, secara finansial alternatif kedua ini tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham.

3. Pemegang saham tidak melaksanakan haknya untuk membeli saham baru yang ditawarkan pada penawaran terbatas dan juga tidak menjual kupon yang dimiliki dengan pertimbangan bahwa adanya *right issue* akan berdampak negatif bagi investor. Pada saat *ex right date* kekayaan investor akan turun sebesar nilai kupon (*right*) nya.

Hal-hal yang perlu dipertimbangkan apabila suatu perusahaan ingin melakukan penawaran tersebut adalah:

1. Besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan. Besarnya dana ini menjadi dasar dalam menentukan berapa lembar saham yang akan ditawarkan melalui penawaran terbatas dan penentuan harganya, sehingga dapat ditentukan dana yang akan terkumpul.
2. Besarnya saham yang akan ditawarkan (*the subscription price*). Umumnya harga saham baru yang ditawarkan akan lebih rendah dari harga pasar saham. Pada saat itu pemegang saham lama tertarik untuk membeli saham tersebut. Harga saham ini berkaitan dengan perkiraan berapa besar harga yang mau dibayar oleh pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang ditawarkan ini. Banyaknya saham baru yang ditawarkan sangat tergantung pada berapa banyak dana yang dibutuhkan dan berapa harga saham baru yang akan ditawarkan.
3. Berapa jumlah kupon (*right*) yang diperlukan untuk membeli satu lembar saham baru yang ditawarkan dalam *right issue*. Jumlah *right* ini dapat

ditentukan dengan melihat saham yang telah beredar dengan saham baru yang akan ditawarkan. Jumlah *right* ini akan sama dengan perbandingan antara jumlah saham yang ada dengan jumlah saham baru yang ditawarkan.

2.2.3 Alasan Dikeluarkannya *Right Issue*

Right issue merupakan salah satu cara bagi perusahaan untuk menambah dana, modal disetor, ekspansi maupun untuk pembayaran hutang. Perusahaan lebih memilih melakukan *right issue* karena dipandang lebih murah daripada penawaran umum. Menurut Flink dan Grunewald (1969 : 528-529), ada tiga keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan yang melakukan *right issue* :

1. Menurunkan biaya penerbitan saham, karena tidak ada biaya untuk penjamin emisi yang menjual saham kepada penanam modal bebas dengan asumsi semua pemegang saham lama menggunakan haknya untuk membeli saham baru.
2. Penghematan waktu. Maksudnya bahwa perusahaan cenderung membutuhkan waktu yang lama untuk memilih penjamin emisi. Dalam periode waktu pemilihan tersebut, iklim pasar modal dapat mengalami perubahan. Resiko ini dapat dihilangkan dengan menjual saham langsung kepada pemegang saham lama sehingga tidak memerlukan penjamin emisi.
3. Pemegang saham lama dapat mempertahankan konsentrasi kepemilikan terhadap perusahaan.

Karena adanya ketiga keuntungan tersebut, maka beberapa perusahaan menggunakan alternatif *right issue* sebagai sumber dana bagi perusahaannya.

2.3 EFESIENSI PASAR

Kecepatan reaksi pasar terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru sangat penting untuk diketahui oleh pasar modal. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien. (Jogiyanto, 2003 : 369-370)

Bentuk-bentuk dari efisiensi pasar dapat ditinjau dari segi ketersediaan informasinya saja atau dapat dilihat tidak hanya dari ketersediaan informasi, tetapi juga dilihat dari kecanggihan para pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*Informationally Efficient Market*). Sedang pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (*Decisionally Efficient Market*). (Jogiyanto, 2003)

2.3.1 Efisiensi Pasar Secara Informasi

Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut : (Jogiyanto, 2003 : 371-380)

1) Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2) Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*Semistrong Form*)

Pasar dikatakan efisiensi setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada dilaporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Jika pasar dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan dalam jangka waktu yang lama.

3) Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor ataupun grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal karena mempunyai informasi privat.

Ketiga bentuk pasar efisien ini berhubungan satu dengan yang lainnya.

Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu

bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Tingkatan kumulatif ini mempunyai implikasi bahwa pasar efisien bentuk setengah kuat adalah juga pasar efisien bentuk lemah. Pasar efisien bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Namun pasar efisien bentuk lemah tidak harus berarti pasar efisien setengah kuat.

2.3.2 Efisiensi Pasar Secara Keputusan

Berbeda dengan efisiensi pasar secara informasi yang hanya menggunakan informasi yang diterima sebagai pertimbangan pengambilan keputusan. Efisiensi pasar secara keputusan didasarkan pada informasi yang diterima dan kecanggihan dalam mengolah informasi untuk pengambilan keputusan. Pelaku pasar yang cangguh dapat menikmati keuntungan yang tidak normal. Hal ini disebabkan mereka dapat menginterpretasikan informasi dengan lebih benar dibanding dengan kelompok pelaku pasar yang kurang cangguh atau tidak cangguh.

Efisiensi pasar secara keputusan juga merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat menurut versi Fama yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaannya adalah, jika efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan ketersediaan informasi saja, maka efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar. Oleh karena melibatkan lebih banyak faktor dalam menentukan pasar yang efisien, suatu pasar yang efisien secara keputusan merupakan efisiensi pasar

bentuk setengah kuat yang lebih tinggi dibandingkan efisiensi pasar bentuk setengah kuat secara informasi. (Jogiyanto, 2003 : 378)

2.4 PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Nilai saham pada perusahaan dapat berubah setiap saat, tergantung pada kondisi pasar, persepsi investor terhadap perusahaan dan informasi yang berkembang. Nilai saham akan naik jika investor percaya bahwa perusahaan akan untung dan mereka memutuskan untuk membeli saham perusahaan tersebut. Sebaliknya jika menurut pandangan investor perusahaan kurang menguntungkan, mereka tidak akan mau berinvestasi pada saham perusahaan tersebut, bahkan akan menjual saham yang sudah dimiliki.

Artikel tentang *right issue* pertama kali ditulis oleh Scholes (1972) dalam Budiarto dan Baridwan (1999) yang melakukan penelitian tentang *right issue* dengan menggunakan model pasar. Perusahaan yang diuji adalah sebanyak 696 perusahaan yang melakukan *right issue* di *New York Stock Exchange* (NYSE) antara tahun 1926 dan 1966. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat keuntungan abnormal (*abnormal return*) dalam bulan sebelum tanggal pengumuman mencapai rata-rata 0,3% dan satu bulan setelah tanggal pengumuman tidak ditemukan lagi adanya tingkat keuntungan abnormal.

Penelitian lain dilakukan oleh Smith (1977) dalam Budiarto dan Baridwan (1999). Perusahaan yang diuji adalah sebanyak 853 perusahaan yang melakukan *right issue* di *New York Stock Exchange* (NYSE) antara tahun 1926 dan 1975. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Smith menemukan bahwa

abnormal return yang diperoleh investor rata-rata- mencapai 8% - 9% dalam periode satu tahun sebelum pengumuman *right issue* dan satu tahun setelahnya tidak ditemukan lagi adanya *abnormal return*. Disamping itu juga ditemukan bahwa rata-rata penurunan harga saham hanya mencapai 1,4% dalam waktu dua bulan sebelum tanggal pengumuman dan diikuti oleh perbaikan kembali harga saham pada posisi semula.

Penelitian Ball, Brown dan Finn yang diacu oleh Marsh (1979) dalam Budiarto dan Baridwan (1999) menemukan hasil yang konsisten dengan penelitian sebelumnya. Mereka menguji 193 perusahaan yang melakukan *right issue* di Australia antara tahun 1960 dan 1969. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *abnormal return* hanya mencapai 10% dalam periode satu tahun sebelum pengumuman *right issue* dan harga saham hanya mengalami penurunan sebesar 0,9% dalam periode satu bulan setelah pengumuman *right issue*.

Penelitian Masulis dan Korwar (1986) dalam Ghazali dan Solichin (2003) menemukan hasil penelitian yang menunjukkan terdapat *abnormal return* yang negatif rata-rata 3,2% untuk perusahaan manufaktur sedangkan untuk perusahaan bukan manufaktur ditemukan hanya sebesar -0,5% pada satu minggu sebelum pengumuman *right issue*.

Berlianta (1995) dalam Ghazali dan Solichin (2003) melakukan penelitian tentang perilaku harga saham saat perusahaan melakukan penawaran saham terbatas untuk sampel perusahaan yang terdapat di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah perusahaan yang melakukan

right issue tahun 1993 s/d 1994, dan pengumuman yang digunakan adalah pengumuman disurat kabar. Penelitian tersebut mendapatkan hasil adanya return positif dan signifikan pada saat pengumuman tetapi tidak didapatkan *abnormal return* yang positif satu hari setelah pengumuman.

Budiarto dan Baridwan (1999) melakukan penelitian pada perusahaan yang terdaftar di BEJ yang melakukan *right issue* antara tahun 1994 dan 1996. Penelitian tersebut mengacu pada penelitian-penelitian yang telah disebutkan sebelumnya pada bagian ini. Penelitian tersebut menemukan bahwa harga saham mengalami penurunan pada saat pengumuman dan terus mengalami penurunan sesudah hari pengumuman selama periode jandela, sehingga hasil hipotesis tersebut tidak mendukung hipotesis *price pressure* yang menyatakan bahwa dengan adanya sinyal informasi *right issue*, harga saham akan jatuh secara permanen untuk jangka waktu tertentu setelah pengumuman, karena investor menyerap informasi buruk dari sinyal tersebut. Kesimpulan penelitian ini adalah bahwa tidak terdapat reaksi pasar terhadap adanya pengumuman *right issue*.

Penelitian lain dilakukan juga oleh Heri Siswanto (2000) dalam Kusuma dan Wulandari (2003). Pokok bahasan dalam penelitian ini adalah mengenai pengaruh pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1997 – 1999. Heri Siswanto menyimpulkan bahwa pengumuman *right issue* sebagai sinyal informasi yang terjadi di Bursa Efek Jakarta pada periode Juli 1997 – Maret 1999 tidak memiliki pengaruh terhadap harga dan tingkat keuntungan saham, akan tetapi berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham yang menyebabkan likuiditasnya menurun.

Pengumuman *right issue* juga tidak mampu mempengaruhi pengambilan keputusan investor, bahkan investor cenderung mengabaikan pasar modal. Hal ini dimungkinkan karena adanya faktor makro yang sangat dominan mempengaruhi perekonomian Indonesia yaitu krisis ekonomi.

Berdasarkan kerangka teoritis dan hasil penelitian terdahulu yang dikemukakan diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah :

Ha: Pasar bereaksi terhadap pengumuman *right issue*.