

PENGARUH PENGUMUMAN RIGHT ISSUE TERHADAP KINERJA SAHAM DAN LIKUIDITAS SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

Yoga

Dosen Tetap STIE Atma Bhakti Surakarta

ABSTRACT

The objectives of this research is to know influence announcement of right issue to stock performance and stock liquidity company in Bursa Efek Indonesia (BEI) at period 2000-2007. This research use technique purposive sampling that obtained sampel counted 55 company. Analysis use statistical examination constructively SPSS program 11.50. In analysing to be used paired sample t test. As well as used one sample statistic to know information content around announcement right. The result indicates that first, there are difference of stock return mean. Stock return was decline after announcement right issue. Second, there are difference of abnormal return mean Abnormal return was decline after announcement right issue. Third, there are difference of trading volume activity mean. Trading volume activity was increase after announcement right issue

Key word : *right issue, abnormal return ,stock return, trading volume activity*

PENDAHULUAN

Semakin pesatnya pertumbuhan perekonomian, maka peran pasar modal menjadi sangat penting sebagai sarana untuk menghimpun dana dari pelaku bisnis dan juga masyarakat. Adanya pasar modal di Indonesia merupakan salah satu sumber pembiayaan pembangunan nasional. Pasar modal diharapkan menjadi alternatif dalam penghimpunan dana selain sistem perbankan. Selain itu, memungkinkan pemodal mempunyai berbagai alternatif investasi yang sesuai dengan preferensi mereka. Secara sederhana investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin, 2001: 3).

Perusahaan yang pertama kali ingin mendapatkan dana dari masyarakat harus menerbitkan sahamnya dan menjual kepada masyarakat melalui pasar modal. Dalam hal ini perusahaan disebut melakukan *Initial Public Offering (IPO)* atau lebih dikenal dengan sebutan *go public*. Perusahaan yang telah *go public* dalam perkembangannya masih membutuhkan sumber dana untuk membiayai kegiatan usahanya. Apabila perusahaan ingin mendapatkan tambahan dana, perusahaan dapat melakukan penawaran saham kembali kepada investor, baik melalui penawaran umum maupun penawaran terbatas. Pada penawaran umum, saham ditawarkan kepada investor secara keseluruhan, sedangkan penawaran terbatas saham ditawarkan kepada para pemegang saham lama dengan harga yang umumnya lebih murah dari harga pasar sehingga investor tertarik untuk membelinya. Penawaran terbatas ini sering disebut dengan *right issue*.

Kebijakan *right issue* atau saham penawaran terbatas merupakan upaya emiten untuk menghemat biaya emisi serta untuk menambah jumlah saham yang beredar. Penambahan jumlah saham baru dalam kebijakan *right issue* hanya ditawarkan kepada pemegang saham lama dengan jangka waktu tertentu, sehingga kebutuhan akan tambahan dana tetap terpenuhi dengan menambah modal sendiri, tetapi tidak menimbulkan dilusi kepemilikan bagi pemegang saham lama. Pemegang saham lama juga dapat mempertahankan pengendalian

atas perusahaan dan mencegah penurunan nilai. Disamping itu dengan melakukan *right issue* kebutuhan akan tambahan modal dapat terpenuhi dan pemegang saham lama dapat membeli saham yang ditawarkan dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar (Budiarto dalam Rivai, 2007).

Penelitian tentang reaksi pasar terhadap *right issue* yang dilakukan perusahaan menunjukkan adanya hasil yang beragam, ada yang berpengaruh positif, ada yang negatif, bahkan ada yang tidak berpengaruh tidak signifikan). Penelitian yang dilakukan Yusi (2002) menemukan pengaruh negatif terhadap harga saham. Peneliti lain seperti Setyo (1996) menemukan pengaruh positif terhadap harga saham dan Gozhali & Solichin (2003) tidak menemukan pengaruh apa-apa dengan adanya *right issue* (Setyawan, 2008).

Penelitian tentang pengaruh pengumuman *right issue* terhadap harga saham telah banyak dilakukan antara lain Heri Siswanto dan Muqodim dalam Kurniawan (2006) , mengambil sampel 24 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang melakukan *right issue* antara tahun 1997-1999. Mereka mengemukakan pengumuman *right issue* tidak berpengaruh terhadap harga saham dan tingkat keuntungan saham, akan tetapi berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham yang menyebabkan likuiditasnya menurun. Pada penelitian tersebut pengumuman *right issue* tidak mempengaruhi pengambilan keputusan investor, bahkan investor lebih cenderung mengabaikan adanya pengumuman *right issue* tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Arif Budiarto dan Zaki Baridwan pada tahun 1998 mengenai pengaruh *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di Bursa Efek Jakarta periode 1994-1996 menyimpulkan tidak terdapat perubahan atau perbedaan *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* yang cukup berarti. (Rivai, 2007).

Perkembangan harga saham dan volume perdagangan di pasar modal merupakan suatu indikator penting untuk mempelajari tingkah laku pasar, yaitu investor. Dalam menentukan apakah investor akan melakukan transaksi di pasar modal, biasanya ia akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi yang tersedia di publik maupun informasi pribadi. Informasi tersebut akan memiliki makna atau nilai bagi investor. Keberadaan informasi tersebut dapat menyebabkan investor melakukan transaksi di pasar modal, dimana transaksi ini tercermin melalui perubahan harga dan volume perdagangan saham.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah pengumuman *right issue* yang dipublikasikan akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor. Ada tidaknya pengaruh akan dilihat dengan perubahan harga/return dan volume perdagangan saham di seputar tanggal pengumuman. Untuk mengetahui hal tersebut akan dilakukan pengujian dengan menggunakan metodologi studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Jogiyanto, 1998: 410). Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman, jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini biasanya diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar (Jogiyanto, 1998: 411).

Return saham dan *abnormal return* dapat menunjukkan kinerja saham perusahaan. Kinerja saham merupakan pengukuran prestasi yang dapat dicapai oleh adanya pengelolaan

saham perusahaan dan mencerminkan kondisi kesehatan perusahaan (Sudarsini, 2005). Adanya *right issue* menyebabkan meningkatnya jumlah saham yang beredar di masyarakat. Hal ini akan mempengaruhi likuiditas saham tersebut. Semakin likuid saham berarti jumlah atau frekuensi transaksi semakin tinggi. Hal tersebut menunjukkan minat investor untuk memiliki saham tersebut juga tinggi.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Right Issue

Right issue merupakan hak bagi pemodal untuk membeli saham baru yang dikeluarkan oleh emiten. Karena merupakan hak, maka investor tidak terikat harus membelinya. *Right issue* diterjemahkan sebagai bukti *right*, alat investasi ini merupakan produk turunan dari saham. Kebijakan *right issue* merupakan upaya emiten untuk menambah saham yang beredar guna menambah modal perusahaan. Di Indonesia *right issue* lebih dikenal sebagai HMETD atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Beberapa tujuan perusahaan mengeluarkan *right issue* yaitu untuk menambah modal dari perusahaan, perluasan investasi atau untuk pembayaran utang. Saham baru yang diterbitkan, terlebih dahulu ditawarkan kepada pemegang saham sekarang (*existing shareholder*) dengan harga yang biasanya lebih rendah dari harga yang ditawarkan di pasar dikarenakan para pemegang saham memiliki *preemptive right* atau hak memesan efek terlebih dahulu atas saham-saham baru tersebut.

Alasan yang biasanya emisi *right* digunakan adalah agar setiap pemegang saham memiliki hak untuk mempertahankan presentase haknya atas laba dan hak suara dalam perusahaan. Jika sejumlah saham baru langsung dijual kepada para pemegang saham baru makin banyak hak suara dan laba dalam perusahaan akan beralih kepada mereka. Juga dikatakan bahwa setiap pemegang saham yang ada mempunyai hak untuk mempertahankan presentase kepemilikan kekayaan bersih perusahaan. Dikarenakan sifatnya sebagai hak dan bukan kewajiban maka jika pemegang saham tidak ingin melaksanakan haknya, ia dapat menjual hak tersebut. Dengan demikian terjadilah perdagangan atas *right*. *Right issue* diperdagangkan seperti halnya saham namun perdagangan *right issue* mempunyai masa berlaku tertentu. Alasan memilih *right issue* dibandingkan dengan penawaran biasa (Rejeki, 2006):

1. Biaya yang dikeluarkan lebih murah daripada penawaran umum karena tidak harus menggunakan penjamin (*underwriter*) yang akan menjamin bahwa saham yang ditawarkan akan laku semua.
2. Pemegang saham lama dapat mempertahankan proporsi kepemilikan sahamnya dengan cara menggunakan haknya untuk membeli *right* tersebut.
3. Saham bisa menjadi lebih likuid karena jumlahnya menjadi jauh lebih besar dan bisa meningkatkan frekuensi perdagangan. Dalam *right issue* setiap pemegang saham yang memiliki hak *preemptive* dapat membeli atau melepaskan saham yang dimilikinya setiap saat dan dengan harga tertentu tanpa harus meminta izin kepada perusahaan/pemegang saham lainnya.

Kinerja Saham

Kinerja saham merupakan pengukuran prestasi yang dapat dicapai oleh adanya pengelolaan saham perusahaan dan mencerminkan kondisi kesehatan perusahaan. Kinerja saham dapat ditunjukkan dengan return saham (Sudarsini, 2005). Kristanto (2000) yang dikutip dalam Sari (2003) menyatakan bahwa kinerja saham perusahaan diproksi dengan *abnormal return* harian saham di sekitar hari pengumuman. Dalam penelitian ini yang diukur adalah kinerja saham jangka pendek yang dilihat dari:

a. Return saham

Return merupakan keuntungan yang diperoleh oleh investor dari investasi. Return dapat berupa return realisasi ataupun return ekspektasi. Return realisasi (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. Return realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan serta sebagai dasar penentuan return ekspektasi (*expected return*) untuk mengukur risiko di masa yang akan datang. Sedangkan return ekspektasi adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang, jadi sifatnya belum terjadi. Dengan menggunakan *market adjusted model*, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar. (Jogiyanto, 1998: 433)

b. *Abnormal Return* (Return Tidak Normal)

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan oleh investor). Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-*t* yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya, sedangkan return ekspektasi merupakan return yang harus diestimasi. (Jogiyanto, 1998: 433)

Terdapat 3 cara yang dapat dilakukan untuk mengukur *abnormal return* yaitu :

1. Model Disesuaikan Rata-rata (*Mean Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi. Dengan menggunakan model ini, return ekspektasi suatu sekuritas pada periode tertentu diperoleh melalui pembagian return realisasi sekuritas tersebut dengan lamanya periode estimasi. Tidak ada patokan untuk lamanya periode estimasi, periode yang umum dipakai biasanya berkisar dari 100 sampai dengan 250 hari untuk mendapatkan data harian dan dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

2. Model Pasar (*Market Model*)

Perhitungan return ekspektasi dengan model ini dilakukan melalui dua tahapan, yaitu :

(a) Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi. (b) Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan teknik regresi *OLS* (*Ordinary Least Square*).

3. Model Disesuaikan Pasar (*Market-Adjusted Model*)

Model ini beranggapan bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar. (Jogiyanto, 1998: 433).

Likuiditas Saham

Saham likuid adalah saham yang mudah untuk dijadikan atau ditukarkan dengan uang. Saham yang tidak likuid menyebabkan hilangnya kesempatan untuk mendapatkan keuntungan (*gain*). Jadi semakin likuid saham berarti jumlah atau frekuensi transaksi semakin tinggi. Hal tersebut menunjukkan minat investor untuk memiliki saham tersebut juga tinggi. Minat yang tinggi dimungkinkan karena saham yang likuiditasnya tinggi memberikan kemungkinan lebih tinggi untuk mendapatkan return dibandingkan saham yang likuiditasnya rendah, sehingga tingkat likuiditas saham biasanya akan mempengaruhi harga saham yang bersangkutan.

Suatu saham dikatakan likuid jika saham tersebut tidak mengalami kesulitan dalam membeli atau menjual kembali. Jika suatu saham likuid, bagi pihak investor akan

menguntungkan karena mudah ditransaksikan sehingga terbuka peluang untuk mendapatkan *capital gain*. Sedangkan bagi perusahaan akan menguntungkan karena bila perusahaan menerbitkan saham baru akan cepat terserap pasar, selain itu memungkinkan perusahaan terhindar dari ancaman terkena *delisting* (dikeluarkan) dari pasar modal. Conroy et.al (1990) dalam (Setiyanto, 2006) parameter yang sering digunakan untuk mengukur likuiditas suatu saham adalah volume perdagangan, harga saham, volatilitas harga saham, tingkat *spread*, *information flow*, jumlah pemegang saham, jumlah saham yang beredar, dan besarnya biaya transaksi.

Dalam penelitian ini likuiditas saham diartikan sebagai ukuran jumlah transaksi suatu saham tertentu dengan volume perdagangan saham di pasar modal dalam periode tertentu. Pengukuran likuiditas saham dilakukan dengan melihat volume perdagangan (*Trading Volume Activity*). *Trading Volume Activity* (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar modal. Hal dikarenakan nilai TVA berbanding lurus dengan likuiditas saham, semakin tinggi nilai TVA sebuah saham mempunyai makna bahwa suatu saham dapat dijual dengan mudah karena banyak yang bersedia membeli saham tersebut sehingga saham tersebut mudah dikonversikan menjadi uang kas. Perhitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham yang diperdagangkan dalam satu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar di perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama. Semakin besar volume perdagangan dibandingkan dengan jumlah seluruh saham yang diterbitkan maka semakin likuid saham tersebut.

Pengembangan Hipotesis

Perbedaan return saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*.

Pada perusahaan yang melakukan *right issue* (1994-1999) di Bursa Efek Jakarta ternyata terdapat perbedaan return saham yang signifikan pada hari pengumuman dengan return saham pada hari sebelum pengumuman, tetapi tidak terdapat perbedaan yang signifikan dengan hari sesudah pengumuman (M.Arief Budiarto, 1998 dalam Rivai, 2007).

Penelitian yang dilakukan Wibowo (1994) menguji pengaruh pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di BEJ periode 1998-2000. Hasil penelitiannya menyebutkan bahwa terdapat perbedaan dalam harga saham dan aktivitas perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁ = terdapat perbedaan rata-rata return saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue* .

Perbedaan *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*

Wijanarko (2002) meneliti 35 perusahaan yang melakukan *right issue* periode 1998-2001 menemukan bahwa terdapat perbedaan secara statistik signifikan antara rata-rata rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*. Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂ = terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*

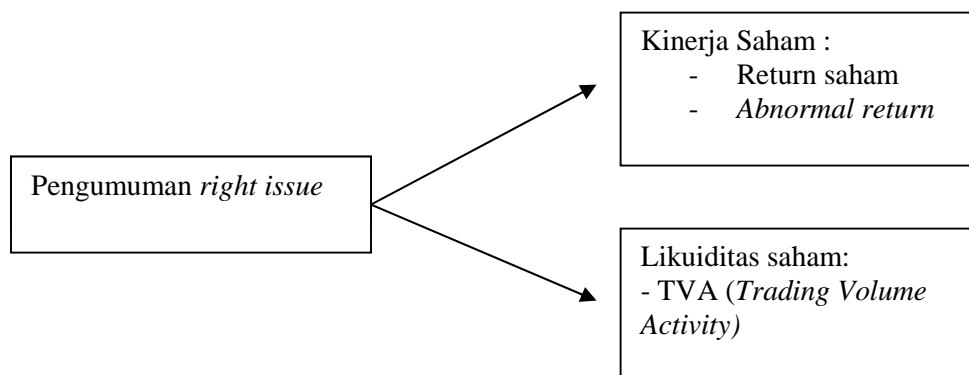
Perbedaan aktivitas volume perdagangan sebelum dan setelah pengumuman *right issue*.

Kothare (1997) menemukan bukti bahwa tingkat likuiditas akan meningkat secara signifikan setelah pengumuman saham baru. Peningkatan volume perdagangan tersebut

ditemukan mempunyai korelasi dengan perubahan struktur kepemilikan saham, dimana *right issue* lebih diutamakan untuk tujuan konsentrasi kepemilikan dari pada perluasan kepemilikan.

Wibowo (2004) menguji pengaruh pengumuman *right issue* terhadap tingkat keuntungan dan likuiditas saham di BEJ periode 1998-2000. Hasil penelitiannya menyebutkan bahwa terdapat perbedaan dalam harga saham dan aktivitas perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃ = terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan setelah pengumuman *right issue*



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE 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 saham dan likuiditas saham. Tahapan-tahapan metodologi dalam penelitian ini dapat dibagi menjadi beberapa tahap, yakni tahap pertama ingin mengetahui apakah terjadi perbedaan return saham sebelum dan sesudah perusahaan melakukan *right issue*. Tahap kedua ingin mengetahui apakah terjadi perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah perusahaan melakukan *right issue*. Tahap ketiga ingin mengetahui apakah terjadi perbedaan aktivitas volume perdagangan sebelum dan sesudah perusahaan melakukan *right issue*.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2000-2007. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yang bertujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan (Sekaran, 2003:136). Adapun kriteria perusahaan yang menjadi sampel antara lain:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *right issue* selama periode 2000-2007.

2. Perusahaan yang diteliti adalah yang melakukan *right issue* dan tidak melakukan *corporate action* yang lain seperti *stock split*, saham bonus, dividen saham, *warrant* atau pengumuman lainnya selama periode pengamatan.
3. Dapat diketahui secara jelas tanggal pengumuman dalam Prospektus yang dikeluarkan oleh Bapepam dan BEI.
4. Memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Tanggal pengumuman
Tanggal pengumuman adalah tanggal perusahaan melakukan pengumuman *right issue* dalam Prospektus yang dikeluarkan oleh laporan resmi Bapepam atau Bursa Efek Indonesia.
2. Harga saham (*closing price*)
Harga saham adalah harga penutupan harian (*closing price*) selama periode jendela (*event window*).
3. *Return actual* saham
Return actual saham adalah selisih antara harga penutupan hari ini dengan harga penutupan hari sebelumnya, dibagi dengan harga penutupan hari sebelumnya. *Return actual* digunakan sebagai dasar penghitungan return ekspektasi (return yang diharapkan). Untuk menghitung *return actual* menggunakan rumus:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Dimana:

$R_{i,t}$ = *return actual* saham perusahaan i pada hari ke t

$P_{i,t}$ = harga saham perusahaan i pada hari ke t

$P_{i,t-1}$ = harga saham perusahaan i pada hari ke t-1

4. Return indeks pasar (*market return*)
Return indeks pasar adalah selisih antara indeks pasar penutupan hari ini dengan hari sebelumnya dibagi dengan indeks pasar penutupan hari sebelumnya.

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana :

$R_{m,t}$ = Return indeks pasar (*market return*) pada periode estimasi t.

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode estimasi ke t.

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode estimasi sebelum t

5. *Abnormal return*
Abnormal return adalah selisih antara *actual return* saham dengan *expected return*-nya. Dalam menghitung *abnormal return* digunakan *market-adjusted model* dimana *expected return* adalah besarnya return pasar hari tersebut.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Dimana :

$AR_{i,t}$ = *Abnormal return* saham ke-i pada waktu ke-t

$R_{i,t}$ = *Actual return* saham ke-i pada waktu ke-t

$R_{m,t}$ = *Market return* saham ke-i

6. Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity*)
Aktivitas volume perdagangan adalah banyaknya jumlah saham yang diperdagangkan dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar.

$$TVA = \frac{\text{Saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{Saham perusahaan } i \text{ yang beredar (listing) pada waktu } t}$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif dengan menggunakan bantuan program SPSS 11.5. Dalam tabel ini meliputi nilai rata-rata, nilai maksimum, nilai minimum, dan nilai deviasi standar dari variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini yaitu return saham, *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan (*Trading Volume Activity*).

Selama *event window* terdapat return saham sebelum pengumuman baik positif maupun negatif, dengan nilai maksimum sebesar 0,039, nilai minimum sebesar -0,037, nilai rata-rata sebesar -0,000 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,011. Sedangkan return saham setelah pengumuman mempunyai nilai maksimum 0,065, nilai minimum -0,100, nilai rata-rata -0,008 dan nilai standar deviasinya 0,022.

Variabel *abnormal return* sebelum pengumuman mempunyai nilai maksimum sebesar 0,033, nilai minimum sebesar -0,027, nilai rata-rata sebesar 0,000 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,009. Sedangkan *abnormal return* setelah pengumuman mempunyai nilai maksimum sebesar 0,058, nilai minimum sebesar -0,103, nilai rata-rata sebesar -0,010 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,022.

Variabel TVA sebelum pengumuman mempunyai nilai maksimum sebesar 0,058 dan nilai minimum sebesar 0,000, nilai rata-rata 0,002 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,008. Sedangkan TVA setelah pengumuman mempunyai nilai maksimum sebesar 0,159 dan nilai minimum sebesar 0,000, nilai rata-rata 0,006 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,022.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Rata-rata	Std. Deviasi
RET_SBLM	55	-.037	.039	-.000	.011
RET_STLH	55	-.100	.065	-.008	.022
AR_SBLM	55	-.027	.033	.000	.009
AR_STLH	55	-.103	.058	-.010	.022
TVA_SBLM	55	.000	.058	.002	.008
TVA_STLH	55	.000	.159	.006	.022
Valid N (listwise)	55				

Kandungan Informasi di Sekitar Pengumuman *Right Issue*

Hasil pengujian statistik return saham (*one sample statistic*) secara lengkap dapat dilihat pada Tabel 2. Dari tabel 2 dapat dilihat bahwa pada hari -10 rata-rata return saham negatif. Hari -9 mengalami peningkatan lalu mengalami penurunan pada hari -8. Pada hari -7 mengalami peningkatan tajam sehingga didapatkan rata-rata return saham positif. Pada hari -6 sampai dengan -4 terus mengalami penurunan tetapi nilainya masih positif. Rata-rata return saham hari -3 mengalami penurunan tajam hingga nilainya negatif. Penurunan ini berlangsung hingga hari -1. Pada saat pengumuman (to) rata-rata return saham mengalami peningkatan tajam hingga nilainya positif. Hari +1 mengalami penurunan namun kembali meningkat pada

hari +2. Pada hari +4 hingga +8 terus mengalami penurunan. Namun hari ke +9 mengalami kenaikan dan kembali mengalami penurunan pada hari +10.

Harga atau return saham pada hari pengumuman dan setelah pengumuman mengalami penurunan yaitu sebesar 0,014 saat pengumuman dan sebesar -0,062 setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa informasi pengumuman *right issue* memberikan sinyal negatif kepada pasar yang dicerminkan dengan turunnya harga saham perusahaan yang bersangkutan.

Secara teoritis, penurunan harga saham tersebut disamping disebabkan oleh adanya sinyal negatif, juga disebabkan oleh harga penawaran saham baru lebih rendah dari harga saham yang berlaku, sehingga secara teoritis saham akan mengalami penurunan

Pada tabel 2 bila dilihat dari rata-rata return harian menunjukkan terdapat return saham yang signifikan pada hari-hari di sekitar pengumuman yaitu pada saat diumumkannya *right issue* (to) dan hari ke-8 setelah *right issue* (t+8). Rata-rata return setelah pengumuman *right issue* (t+8) mengalami penurunan dibandingkan return pada saat pengumuman (to).

Tabel 2
Return saham di sekitar pengumuman *Right Issue*

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	% Confidence Interval the Difference	
					Lower	Upper
Ri_10	-.563	54	.576	-.002	-.012	.007
Ri_9	-.366	54	.716	-.001	-.008	.005
Ri_8	-1.489	54	.142	-.005	-.013	.002
Ri_7	1.649	54	.105	.007	-.001	.017
Ri_6	.175	54	.862	.000	-.007	.009
Ri_5	.384	54	.703	.001	-.006	.008
Ri_4	.436	54	.664	.002	-.010	.015
Ri_3	-.277	54	.783	-.001	-.013	.010
Ri_2	-.514	54	.610	-.002	-.012	.007
Ri_1	-.314	54	.755	-.001	-.011	.008
Ri0	2.670	54	.010*	.014	.003	.024
Ri1	.008	54	.994	.000	-.007	.007
Ri2	1.492	54	.142	.008	-.002	.019
Ri3	.373	54	.711	.002	-.009	.014
Ri4	-.028	54	.978	-.000	-.007	.007
Ri5	-.289	54	.773	-.001	-.014	.010
Ri6	-.281	54	.780	-.001	-.014	.011
Ri7	-.428	54	.671	-.008	-.049	.032
Ri8	-3.031	54	.004**	-.062	-.103	-.021
Ri9	.897	54	.374	.007	-.008	.022
Ri10	-1.387	54	.171	-.024	-.059	.010

* significant at the level 0,05

** significant at the level 0,01

Tabel 3 menunjukkan *abnormal return* di sekitar pengumuman *right issue*. *Abnormal return* dihitung menggunakan metode *market-adjusted model*, dimana *abnormal return* merupakan selisih antara *actual return* saham dengan *return* pasar hari tersebut. Dari tabel tersebut terlihat bahwa pada saat menjelang pengumuman *right issue*, *abnormal return* semakin kecil atau turun pada hari -9, -8 kemudian naik pada hari -7 dan kembali turun sampai pada hari -1. Pada saat pengumuman hari 0, menunjukkan kenaikan namun pada hari +1 mengalami penurunan. Pada hari +2 mengalami kenaikan lalu hari +3 kembali mengalami penurunan sampai hari +8. Namun, pada hari +9 mengalami kenaikan dan kembali turun pada hari +10.

Dari tabel 3 tersebut apabila dilihat dari rata-rata *abnormal return* harian untuk mengetahui terdapat kandungan informasi di sekitar pengumuman *right issue* menunjukkan pada hari -10 sampai dengan hari +10, menunjukkan bahwa pada saat pengumuman (to) terdapat *abnormal return* yang positif, tetapi pada saat sebelum (t-8) dan setelah pengumuman (t+8) terdapat *abnormal return* yang negatif.

Tabel 3
Abnormal Return di sekitar pengumuman Right Issue

Variabel	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
AR_10	.535	54	.595	.0028	-.007	.013
AR_9	.025	54	.980	.000	-.007	.007
AR_8	-2.207	54	.032*	-.008	-.016	-.000
AR_7	.951	54	.346	.004	-.004	.013
AR_6	.802	54	.426	.003	-.005	.012
AR_5	.801	54	.427	.003	-.004	.010
AR_4	.459	54	.648	.002	-.009	.014
AR_3	-.380	54	.706	-.002	-.013	.009
AR_2	.297	54	.768	.001	-.008	.010
AR_1	-.580	54	.564	-.002	-.012	.006
AR0	2.427	54	.019*	.012	.002	.023
AR1	-.079	54	.937	-.000	-.007	.007
AR2	1.001	54	.321	.005	-.005	.016
AR3	.129	54	.897	.000	-.010	.012
AR4	-.192	54	.849	-.000	-.009	.007
AR5	-.780	54	.439	-.004	-.016	.007
AR6	-1.058	54	.295	-.007	-.020	.006
AR7	-.425	54	.672	-.008	-.049	.032
AR8	-3.000	54	.004**	-.062	-.104	-.020
AR9	.425	54	.673	.003	-.012	.018
AR10	-1.540	54	.129	-.026	-.061	.008

* significant at the level 0,05

** significant at the level 0,01

Tabel 4 menunjukkan bahwa rata-rata TVA menjelang adanya pengumuman yaitu dimulai pada hari -10 sampai dengan hari -6 menunjukkan penurunan, namun pada hari -5 terjadi kenaikan, tetapi kembali turun pada hari -4. Pada hari -3 mengalami kenaikan, lalu kembali turun pada hari -2 dan kembali mengalami kenaikan pada hari -1. Pada saat

pengumuman menunjukkan kenaikan hingga hari +1, kemudian menurun pada hari +2 hingga +4, dan kembali naik pada hari +5 sampai hari +7 dan kembali menurun sampai hari +9. Namun pada hari +10 kembali mengalami kenaikan. Pada tabel 4 bisa dilihat dari rata-rata *TVA* harian untuk mengetahui kandungan informasi di sekitar pengumuman yaitu pada hari -10 sampai dengan -6, kemudian pada hari -4,-2,-1,0,+2,+3 sampai dengan +9 menunjukkan adanya *TVA* yang positif.

Tabel 4
TVA* harian di sekitar pengumuman *Right Issue

Variabel	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
TV_10	3.687	54	.001**	.001	.000	.002
TV_9	3.395	54	.001**	.001	.000	.002
TV_8	3.208	54	.002**	.001	.000	.001
TV_7	2.183	54	.033*	.001	.000	.002
TV_6	3.404	54	.001**	.001	.000	.002
TV_5	1.633	54	.108	.004	-.000	.009
TV_4	2.624	54	.011*	.002	.000	.005
TV_3	1.323	54	.191	.006	-.003	.015
TV_2	2.283	54	.026*	.002	.000	.004
TV_1	2.188	54	.033*	.004	.000	.007
TV0	2.572	54	.013*	.005	.001	.010
TV1	1.665	54	.102	.005	-.001	.011
TV2	1.850	54	.070***	.005	-.000	.010
TV3	3.742	54	.000**	.003	.001	.005
TV4	3.455	54	.001**	.002	.001	.004
TV5	2.901	54	.005**	.003	.001	.005
TV6	2.379	54	.021*	.004	.000	.008
TV7	2.168	54	.035*	.006	.000	.011
TV8	2.739	54	.008**	.005	.001	.009
TV9	2.606	54	.012*	.004	.001	.007
TV10	1.280	54	.206	.020	-.011	.052

* significant at the level 0,05

** significant at the level 0,01

*** significant at the level 0,10

Pembahasan Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan metode uji beda dua rata-rata dari dua kelompok observasi berpasangan (*T-test, paired two sample*). Metode ini digunakan karena data-data yang dianalisis merupakan data-data yang saling berhubungan. Dalam pengujian hipotesis ini data dikelompokkan menjadi dua bagian, yaitu sebelum pengumuman, dan setelah pengumuman.

Pengujian hipotesis perbedaan Return sebelum dan setelah pengumuman (Hipotesis 1)

$H_1 =$ terdapat perbedaan rata-rata return saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*

Hasil penghitungan rata-rata return saham sebelum dan setelah *right issue* dapat dilihat dalam tabel berikut.

Tabel 5
Rata – rata return saham
Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 Ri_sebelum	-.000	55	.011	.001
Ri_setelah	-.008	55	.022	.003

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 Ri_sebelum - Ri_setelah	.007	.025	.003	.000	.014	2.296	54	.026

Berdasarkan hasil penghitungan di atas dapat terlihat bahwa rata-rata setelah pengumuman mengalami penurunan dibandingkan sebelum pengumuman ($-0,00812191 < -0,0002755$). Penurunan tersebut signifikan pada taraf signifikansi 5 %, ditunjukkan dengan nilai *p-value* pada kolom *sig. (2-tailed)* sebesar 0,026. Dari nilai tersebut dapat disimpulkan bahwa H_1 diterima yang berarti bahwa terdapat perbedaan rata-rata return saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wibowo (1994) yang menemukan perbedaan return saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*.

Pengumuman *right issue* dikatakan mempengaruhi preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasinya, jika terjadi perbedaan harga atau return saham antara sebelum pengumuman, dan setelah pengumuman. Hal ini menandakan bahwa pengumuman *right issue* memiliki kandungan informasi. Jika pengumuman *right issue* mendapat respon negatif dari pasar, berarti harga saham akan mengalami penurunan, ini sering disebut dengan *negatif information contents* dan sebaliknya jika mendapat respon positif berarti harga saham akan mengalami kenaikan. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa terdapat perbedaan harga atau return saham sebelum, dan setelah pengumuman secara signifikan, yang berarti pengumuman *right issue* memiliki kandungan informasi yang membuat pasar bereaksi. Hal ini sesuai dengan hipotesis kandungan informasi yang ada dalam penelitian Budiarto (1998).

Pengujian Hipotesis *Abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman (Hipotesis 2)

$H_2 =$ terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*

Berikut ini adalah hasil pengujian statistik rata-rata *abnormal return* saham sebelum dan setelah pengumuman :

Tabel 6
Rata – rata *Abnormal Return*
Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 AR_sblm	.000	55	.009	.001
AR_stlh	-.010	55	.022	.003

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	% Confidence Interval the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1AR_sblm - AR_stlh	.010	.025	.003	.003	.017	3.107	54	.003

Dari perhitungan diatas dapat dilihat bahwa rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman (-0,010) menunjukkan penurunan dibandingkan dengan rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman (0,000). Penurunan tersebut signifikan pada tingkat signifikansi 1% ditunjukkan dengan nilai *p-value* sebesar 0,003. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman dan rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman. Dengan demikian penelitian ini dapat membuktikan hipotesis kedua yaitu terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*.

Pada pengujian *abnormal return* secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa pengumuman *right issue* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return*, yang berarti informasi *right issue* mempunyai kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perbedaan dalam preferensi investor.

Pengujian hipotesis TVA sebelum dan sesudah tanggal pengumuman (Hipotesis 3)

H_3 = terdapat perbedaan rata-rata TVA sebelum dan setelah pengumuman *right issue*

Berikut ini adalah hasil pengujian statistik TVA saham sebelum dan setelah pengumuman

Tabel 7
Rata-rata TVA
Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 TV_sblm	.002	55	.008	.001
TV_stlh	.006	55	.022	.003

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 TV_sbml TV_stlh	-.003	.014	.001	-.007	.000	-1.809	54	.076

Tabel 7 menunjukkan bahwa rata-rata TVA sebelum pengumuman sebesar 0,002 sedangkan rata-rata TVA setelah pengumuman sebesar 0,006. Pada pengujian di atas rata-rata TVA setelah pengumuman menunjukkan kenaikan dibandingkan dengan rata-rata TVA sebelum pengumuman. Terjadinya kenaikan tersebut signifikan pada taraf signifikansi 10 % ditunjukkan dengan nilai *p-value* 0,076. Dengan demikian penelitian ini dapat membuktikan hipotesis ketiga yang artinya terdapat perbedaan rata-rata TVA saham sebelum pengumuman dengan rata-rata TVA saham setelah pengumuman.

Dari pengujian aktivitas volume perdagangan saham menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada aktivitas volume perdagangan saham sebelum, dan setelah pengumuman *right issue*.

SIMPULAN DAN SARAN

Berikut adalah simpulan dari hasil pengujian hipotesis penelitian ini.

1. Terdapat perbedaan rata-rata return saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*. Return saham mengalami penurunan setelah pengumuman *right issue*.
2. Terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman *right issue*. *Abnormal return* mengalami penurunan setelah pengumuman *right issue*.
3. Kinerja saham mengalami penurunan dilihat dari rata-rata return saham dan *abnormal return* yang mengalami penurunan setelah pengumuman *right issue*.
4. Terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*. Aktivitas volume perdagangan mengalami peningkatan setelah pengumuman *right issue*.
5. Likuiditas saham mengalami peningkatan dilihat dari rata-rata aktivitas volume perdagangannya. Hal ini berarti bahwa pengumuman *right issue* mengandung informasi yang dapat mempengaruhi investor untuk melakukan transaksi di Bursa Efek Indonesia sehingga dapat meningkatkan volume perdagangan secara signifikan.

Adapun keterbatasan penelitian ini adalah perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak dibedakan berdasarkan tujuan penggunaan dana dari pelaksanaan *right issue* tersebut, dan penghitungan *abnormal return* hanya menggunakan metode *market adjusted model*.

Berdasarkan keterbatasan penelitian di atas, maka saran yang diajukan untuk penelitian selanjutnya adalah melakukan penelitian serupa dengan membedakan perusahaan berdasarkan tujuan penggunaan dana dan menggunakan metode penghitungan *abnormal return* yang berbeda dengan yang dilakukan dalam penelitian ini, misalnya menggunakan *beta* saham dengan metode *market model* maupun dengan metode *mean-adjusted model*.

DAFTAR PUSTAKA

- Acedo, Miguel *et al.* 2008. *Influence of Secondary Offerings on The Liquidity And Trading Activity of Stock Outstandings. Czech Journal of Economics and Finance.* p 21-37.
- Adaoglu, Cahit. 2002. *Shareholder Wealth Effect of Rights Offerings In an Emerging European Market : The Istanbul Stock Exchange.*SSRN.
- Frinjs, Bart. 2006. *Stock Price Performance Of Seasoned Equity Offerings : Completed vs Withdrawn. Managerial Finance.*p 234-246.
- Fuad Rahman, Aulia dan Alwan Sri Kustono. 2003. *Hubungan Harga Teoritis Saham Right Issue Dengan Gain/Loss Investor.* Ventura. Vol.6 No.1. p 66-78.
- Harto, Puji. *Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Right Issue periode 1992 – 1995.* Simposium Nasional Akuntansi IV, 2001.
- Husnan, Suad dan Eny Pudjiastuti. 1993. *Dasar-Dasar Teori Portofolio & Analisis Sekuritas.*Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Jakarta Stock Exchange. *Indonesian Capital Market Directory.* Jakarta. 1999-2004
- Jay.R.Ritter and Tim Loughran.1997. *The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. The Journal of Finance.* Vol 52. No 5. p 1823-1849
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi.* Edisi Ketiga Yogyakarta.:BPFE
- Kothare, Meeta. 1997. *The Effect of Equity Issues On Ownership Structure And Stock Liquidity: A Comparison Of Right And Public Offerings. Journal of Financial Economics.* Volume 43 Issue 1. p 131-148
- Kurniawan, Taufan Adi. 2006. *Analisis Dampak Pengumuman Right Issue Terhadap Return Saham Dan Likuiditas Saham Di Bursa Efek Jakarta.* Skripsi. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Nugroho, Bhuana Agung. 2005. *Srategi Jitu Memilih Metode Statistik Penelitian Dengan SPSS.* Yogyakarta: Andi.
- Marwoto, Heru. 2004. *Analisis Reaksi Investor Terhadap Terjadinya Right Issue.* Tesis. FE UNS.
- Priyatno, Duwi. 2008. *Mandiri Belajar SPSS.* Yogyakarta: Mediakom.
- Putra, I Nyoman. 2006. *Pengaruh Right Issue Terhadap Kinerja Perusahaan di Bursa Efek Jakarta Tahun 1996-1996.*Buletin Studi Ekonomi. Volume 11 No.1.p 62-71.
- Rejeki, Indah Sri. 2006. "Kinerja Saham Setelah *Seasoned Equity Offerings* : Benarkah *Underperformance*?"*.Skripsi.FE UNS.*
- Rivai, Saifur. 2007. *Analisis Pengaruh Right Issue Terhadap Dividen Dan Capital Gain Pada Perusahaan Yang Go Publik Di BEJ 1995-2005.* Skripsi. Universitas Islam Indonesia : Yogyakarta.

- Samsul, Mohammad. 2006. *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Sari, Fitia Eka. 2003. *Analisis Kinerja Keuangan dan Kinerja Saham Pada Perusahaan Yang Melakukan Right Issue Sebelum dan Setelah Periode Krisis*. Tesis. FE UNS.
- Sartono, Agus. 1998. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi ketiga. Yogyakarta:BPFE
- Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods For Business*. Edisi Empat. Jakarta: PT. Salemba Empat.
- Setyanto, Agus. 2006. *Analisis Likuiditas Saham Sebelum dan Sesudah Stock Split Di Bursa Efek Jakarta Periode 2003-2005*. Skripsi. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta
- Setyawan, Ignatius Roni. 2008. *Reaksi Pasar (Investor) Sebelum dan Sesudah Pengumuman Right Issue Untuk Saham-Saham LQ45 & Non LQ45*. Usahawan. No.04 TH XXXVII. p 32-37.
- Sudarsini. 2005. *Analisis Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang Perusahaan Yang Melakukan Merger dan Akuisisi*. Skripsi. FE UNS.
- Tandelilin, E. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi pertama. Yogyakarta: BPFE.
- Tsangarakis, NV. 1996. *Seasoned Equity Issues In The Greek Stock Market. Stock Price Reaction On The Ex-Rights Day: A Test Of Semi-Strong Form Market Efficiency*. Vol 43. No 2.
- Wibowo, Yohanes. 2004. *Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di BEJ periode 1998-2000*. Skripsi. FE UNS.
- Widoatmodjo, Sawidji. 2008. *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*. Edisi ketujuh. Jakarta : PT.Gramedia.
- Wijaksono, Edi. 2007. *Pengaruh Right Issue Terhadap Return Saham Dan Volume Perdagangan Saham Perusahaan Di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi. Universitas Islam Indonesia: Yogyakarta.
- Wijanarko, Jonan. 2002. *Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Perubahan Harga Saham di BEJ Periode 1998-2001*. Skripsi. FE UNS.
- Yusuf, Muhammad. 2004. *Analisis Kinerja Perusahaan Setelah Melakukan Rights Issue Di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Universitas Gadjah Mada : Yogyakarta.
- Yusi Sari, Prima, 2001. *Analisis Pengaruh Right Issue terhadap Return Saham Setelah Cumdate*. Simposium Nasional Akuntansi I