

ANALISIS REAKSI INVESTOR TERHADAP PENGUMUMAN *RIGHT ISSUE* DI BURSA EFEK JAKARTA
(Suatu Pengamatan pada *Return*, *Abnormal Return*, Aktivitas Volume Perdagangan dan *Bid-Ask Spread Saham*)
Analysis of Investor Reactions to the Right Issue Announcement at the Jakarta Stock Exchange

SRI DEWI YUSUF
Mahasiswa Program Magister Manajemen, PPSUB

ATIM DJAZULI
Dosen Jurusan Manajemen, FEUB

H.M. HARRY SUSANTO
Dosen Jurusan Studi Pembangunan FEUB

ABSTRACT

Development of stock market activity, which grows very fast lead to significant changes on the demand of information quality. To make the rational investor decision making, it is needed a relevant information in order to identify any work of the company. *Event study* is a study which analyze any market reactions toward an event which the information is published as announcement. *Right issue* announcement can affect market, it is depend on the existence of the content of the information in the *right issue* announcement above. If the *right issue* announcement contains some information so the market will react and the market won't react if no information.

The research sample is determined by a purposive sampling method, and there are 17 companies which announce *right issue* between 2000-2003. Statistical experiment used is T-test experiment (*paired two samples for means*). The Observation period which is done in 11 day, consist of 5 day before, 1 day in the moment, and 5 day after the announce *right issue*.

Results show that there is a significant difference between *return* and *abnormal return* in the period of between at the moment, and after the announce *right issue*. The result in the before-after announce *right issue* period shows that there is no significant difference. The result in the variable activity of stock's trade volume shows that there is signification difference in the before-at the moment and after period, but in the result of before-after period show that there is no significant difference there. And the result of *bid-ask spread* variable shows that there is no significant different in the before-at the moment and after period of announce *right issue*, but in the before-after period the result shows that there is no significant different there. And the result of bid-ask spread variable shows that there is no significant different in the before-at the moment and after period of announce *right issue*, but in the before-after period the result shows that there is significant different there. Cumulatively, this research gives a conclusion that announcement *right issue* have no information contents positive so that the market in general give no reaction.

Keywords: *Right Issue* announcement, *Return*, *Abnormal Return*, *TVA*, *Bid-Ask Spread*

PENDAHULUAN

Pasar modal Indonesia mempunyai peran strategis dalam pembangunan ekonomi nasional. Peran utama pasar modal ini adalah menjadi lembaga yang melakukan pemupukan modal dan mobilisasi dana secara produktif. Perkembangan aktivitas pasar modal yang pesat membawa perubahan besar pada tuntutan kualitas informasi. Keterbukaan informasi merupakan suatu kata kunci dalam pasar modal, sehingga informasi terkait dengan proses penyampaian dan penerimaan bagi perusahaan dan masyarakat. Agar pengambilan keputusan investor rasional, dibutuhkan suatu informasi yang relevan sehingga mampu mengidentifikasi kinerja perusahaan. Dengan kata lain, keputusan investasi yang dilakukan oleh investor merupakan reaksi atas informasi yang mereka terima. Manajer sebagai orang dalam (*insider*) memiliki lebih banyak informasi. Informasi yang dikirim dari pihak dalam akan ditangkap oleh pasar sebagai sinyal, sinyal tersebut bisa bersifat positif atau negatif tergantung dari pada isi informasi yang disampaikan ke pasar.

Dalam perekonomian yang sedang dilanda krisis, perusahaan lebih cenderung menerbitkan saham baru (*right issue*). Dana yang berasal dari *right issue* dapat juga untuk memperkuat struktur modal, membayar hutang, investasi pada anak perusahaan atau sebagai modal kerja. Pemenuhan kebutuhan dana dapat berasal dari laba ditahan atau pinjaman bank, yang berarti beban bunga semakin besar, sehingga mengakibatkan laba perusahaan semakin menurun. Jika laba perusahaan menurun maka deviden yang menjadi hak pemegang saham juga akan berkurang. Dana dari laba yang ditahan mengakibatkan keuntungan yang dibagikan sebagai deviden semakin kecil.

Pengumuman *right issue* merupakan salah satu jenis informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan emiten. Pengumuman *right issue* tersebut merupakan salah satu pengumuman yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar. Apabila pengumuman *right issue* memiliki kandungan informasi penting, maka pasar akan bereaksi terhadap pengumuman tersebut yang ditunjukkan oleh adanya perubahan harga saham. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau menggunakan *abnormal return*. Asquith dan Mullin (1996); Masulis dan Kowar (1986) menemukan bukti bahwa harga pasar bereaksi negatif, hal ini menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan turun sampai 3% pada saat perusahaan mengumumkan akan menambah sekuritas baru (*right issue*).

Sebagian besar studi empirik mengenai pengaruh likuiditas saham menggunakan volume perdagangan (Conroy, Harris dan Benet, 1990). Perdagangan saham yang aktif dapat meningkatkan volume perdagangan dan menunjukkan bahwa saham tersebut digemari oleh investor. Dengan cepatnya saham diperdagangkan, maka akan memberi petunjuk bahwa saham tersebut semakin likuid. Kothare, (1997, dalam Budiarto dan Baridwan, 1999), membuktikan bahwa likuiditas saham dapat meningkat secara signifikan setelah adanya pengumuman penambahan sekuritas baru. Peningkatan volume perdagangan saham mempunyai hubungan dengan perubahan struktur kepemilikan saham. *Right issue* lebih diprioritaskan sebagai tujuan konsentrasi kepemilikan dari pada perluasan kepemilikan. Penelitian lain menunjukkan bahwa likuiditas saham yang diukur dengan jumlah volume perdagangan saham meningkat dari kondisi normal pada waktu sebelum pengumuman.

Penggunaan volume perdagangan untuk mengukur likuiditas, sebagian besar

dimotivasi temuan empirik dari Demsetz, (1968, dalam Conroy, Harris dan Benet, 1990), dimana terdapat hubungan yang negatif antara *volume perdagangan* dan *bid-ask spread*. Bila perdagangan saham semakin tinggi maka biaya kepemilikan saham semakin rendah yang pada akhirnya akan mempersempit *bid-ask spread* saham tersebut. Studi yang dilakukan Conroy, Harris dan Benet (1990) menemukan bukti bahwa sebagaimana diukur dengan besarnya *bid-ask spread*, likuiditas pemegang saham mengalami penurunan setelah dilakukan *stock split*, dimana *bid-ask spread* meningkat sesudah *stock split*.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah *return*, *abnormal return*, aktivitas volume perdagangan dan *bid-ask spread* saham sebelum pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan saat pengumuman *right issue*?
- b. Apakah *return*, *abnormal return*, aktivitas volume perdagangan dan *bid-ask spread* saham saat pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan sesudah pengumuman *right issue*?
- c. Apakah *return*, *abnormal return*, aktivitas volume perdagangan dan *bid-ask spread* saham sebelum pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan sesudah pengumuman *right issue*?

KERANGKA KONSEP

Emiten dapat melakukan dua cara dalam hal menjual sahamnya kepada investor public (Brealey dan Myers, dalam Aulia dan Alwan, 2003). Cara pertama yaitu emiten menerbitkan atau menjual sahamnya secara umum kepada investor publik, cara ini disebut *general cash offer*. Sedangkan cara kedua yaitu emiten hanya

menjual sahamnya kepada investor lama yang telah memiliki saham emiten tersebut, cara kedua ini disebut *right issue*. *Right issue* merupakan hak bagi pemodal untuk membeli saham baru yang dikeluarkan oleh emiten, karena merupakan hak, maka investor tidak terikat untuk 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 (Anonim 1997).

Penerbitan *right* di pasar modal disebut dengan penawaran efek terbatas dengan hak membeli terlebih dahulu. Dari definisi *right* di atas, jelaslah bahwa *right* merupakan jenis opsi beli-saham, dan memiliki karakteristik – karakteristik opsi-beli. Pada beberapa perusahaan, hak (*right*) ini sudah merupakan bagian integral dari anggaran perusahaan, dan di beberapa perusahaan lain hak ini dicantumkan sebagai klausul tambahan dalam anggaran dasar perusahaan. Jika hak untuk membeli lebih dahulu tercantum dalam anggaran dasar perusahaan, maka perusahaan harus menawarkan setiap penerbitan saham barunya kepada pemegang saham lama. Jika hak ini tidak tercakup dalam anggaran dasar, perusahaan mempunyai pilihan untuk menjual saham barunya ke pemegang saham lama atau kepada investor baru. Jika perusahaan menjual saham baru ke pemegang saham lama, penerbitan saham disebut penawaran hak (*right offering*). Setiap pemegang saham menerima satu hak (*right*) untuk setiap saham yang dimilikinya.

Pendanaan melalui *right issue* ini memberikan reaksi pasar ganda bagi fluktuasi harga saham, *return*, dan *abnormal return*. Scoles (1972) dalam Puji harto (2001) meneliti 696 perusahaan dengan metode studi peristiwa (*event study*), memperoleh bukti bahwa tingkat keuntungan *abnormal return* (*abnormal*

return) pada satu bulan sebelum tanggal pengumuman rata – rata mencapai 0,3 % dan satu bulan setelah tanggal pengumuman tidak ditemukan lagi keuntungan *abnormal return*, sehingga perilaku pasar saham disekitar hari pengumuman tidak tergantung pada besarnya perusahaan yang melakukan *right issue*, dan hipotesis “*Price Pressure*” ditolak.

Menurut Myer dan Majluf (1984), harga saham akan turun pada saat diumumkan penerbitan *ekuitas*, karena para pemegang saham menyadari bahwa manajer perusahaan mempunyai informasi yang lebih *superior* dan mereka menilai bahwa keputusan perusahaan menjual saham sebagai bukti adanya saham yang *overpriced*.

Hasil penelitian Asquith dan Mullin (1986) menunjukkan bukti *abnormal return* negatif dimana rata-rata 3% untuk satu minggu sebelum pengumuman *right issue*. Sedangkan Masulis dan Korwar (1986) menguji pengaruh *right issue* terhadap harga saham dan menguji kombinasi *right* dan utang. Kesimpulan dari penelitian ini adalah *abnormal return* negatif pada sektor industri kira-kira 3,25%.

Bid-ask spread akan meningkat setelah pengumuman *right issue* (Kothare, 1993; dalam Prima, 2001). Perubahan ini dihubungkan dengan perubahan dalam struktur kepemilikan perusahaan yang menerbitkan *right*. *Right issue* mendorong untuk lebih mengkonsentrasikan pada kepemilikan saham. Peningkatan abnormal return yang signifikan terjadi pada periode setelah tanggal pengumuman *right issue* (Goyal *et al.*, 1994; dalam Arif Budiarto, 1999).

Right issue yang dilakukan perusahaan masih belum dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham minoritas (Alam, 1994). Pemegang saham minoritas akan mengalami dilusi atau melemah secara ganda dengan *right issue* tersebut, atau dapat dikatakan bahwa persentase

kepemilikan saham berkurang. Pemegang saham juga akan mengalami dilusi kekayaan yang disebabkan harga saham (secara teoritis) mengalami penurunan pada saat *ex-right*.

Reaksi harga saham terhadap pengumuman *right issue* akan berkurang di saat tingginya volume perdagangan (Bayless and Chaplinsky, 1996; dalam Prima, 2001). Sedangkan Bohren (1997, dalam Prima, 2001) menemukan bahwa reaksi harga saham terhadap penawaran *right* adalah positif dan signifikan. Sheehan *et al.* (1997) melakukan penelitian terhadap pengaruh pengumuman *right issue* terhadap harga saham dan volume perdagangan saham di *New York Stock Exchange* (NYSE), AMEX dan NASDAQ selama dua kurun waktu yang berbeda yaitu tahun 1980-1986 dan 1989-1991. Hasil temuan mereka agak berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya yaitu bahwa harga saham justru mengalami penurunan sebelum tanggal pengumuman dan terjadi peningkatan volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman. Penurunan harga saham dan peningkatan aktivitas volume perdagangan saham terjadi karena adanya aktivitas *short selling* yang dilakukan oleh investor sebelum hari pengumuman, yang memaksa *underwriters* untuk menentukan harga penawaran yang lebih rendah (*underprice*) terhadap penerbitan saham baru. Disamping itu juga ditemukan bahwa penurunan harga saham tersebut mungkin berkaitan dengan adanya *inside information* yang keluar ke publik sebelum terjadinya pengumuman resmi penerbitan saham baru.

Pengumuman *right issue* tidak memiliki kandungan informasi yang cukup yang menyebabkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada *return* dan aktivitas perdagangan saham sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue* (Budiarto dan Baridwan, 1999). Hal ini berbeda dengan temuan Sheehan (1997)

yang membuktikan bahwa *return* saham justru turun sebelum hari pengumuman sebesar -1,0%. Namun hasil penelitian tersebut konsisten dengan hipotesis *short selling* yang menyatakan bahwa harga saham akan turun yang disebabkan lebih banyaknya transaksi jual (*sell*) dibanding transaksi beli (*buy*).

Pengumuman *right issue* cenderung menimbulkan respon pasar yang negatif pada tanggal diumumkannya *right issue* dengan jangka waktu terbatas (*Short event window*) (Widjaya, 2000; dalam Prima, 2001). Sedangkan dalam periode pengamatan jangka panjang (*Long event window*), pengumuman *right issue* cenderung menimbulkan respon positif.

Hasil penelitian Sri Mulatsih (2001) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* dan variabilitas *return* sebelum dan sesudah pengumuman akan tetapi terdapat perbedaan yang signifikan pada aktivitas volume perdagangan saham pada periode sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Pada pengamatan 11 hari dan 21 hari diseperti pengumuman tidak terdapat perbedaan *return* dan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* (Harlendo, 2003). Sedangkan pada pengujian TVA untuk periode sebelum-sesudah menghasilkan terdapat perbedaan yang signifikan dan pada pengujian *bid-ask spread* sebelum-sesudah pengumuman menghasilkan kesimpulan tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini disusun sebagai berikut:

Hipotesis I.

H0: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum, saat dan sesudah *pengumuman right issue*.

H1: Terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum, saat dan sesudah *pengumuman right issue*.

Hipotesis II.

H0: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum, saat dan sesudah *pengumuman right issue*.

H1: Terdapat perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum, saat dan sesudah *pengumuman right issue*.

Hipotesis III.

H0: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum, pada saat dan sesudah pengumuman *right issue*.

H1: Terdapat perbedaan yang signifikan antara aktivitas volume perdagangan saham sebelum, pada saat dan sesudah pengumuman *right issue*.

Hipotesis IV.

H0: Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara antara *bid – ask spread* saham sebelum, pada saat dan sesudah pengumuman *right issue*.

H1: Terdapat perbedaan yang signifikan antara *bid – ask spread* saham sebelum, pada saat dan sesudah pengumuman *right issue*.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian.

Penelitian ini termasuk kategori penelitian yang menggunakan studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Kegunaan studi semacam ini berasal dari fakta bahwa rasionalitas di pasar membawa pengaruh dalam harga sekuritas (MacKinlay, 1997). Peristiwa yang diuji dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman *right issue* yang dilakukan oleh perusahaan – perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan – perusahaan manufaktur yang melakukan pengumuman *right issue* dan terdaftar di BEJ. Alasan dipilihnya perusahaan ini sebagai populasi karena karakteristik perusahaan manufaktur yang hampir sama, antara lain memiliki aktiva tetap berwujud yang nilainya cukup besar sebagai komponen investasi dibandingkan dengan industri jasa ataupun perdagangan. Dengan demikian diharapkan tidak terjadi kesalahan spesifikasi yang timbul karena terpengaruh oleh ketidakseragaman karakteristik sampel yang diambil. Penentuan sampel dalam penelitian ini tidak dilakukan secara random melainkan secara *purposive sampling*, populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah sampel yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendak oleh peneliti. Kriteia – kriteria sampel yang dikehendaki oleh peneliti adalah:

1. Saham – saham perusahaan manufaktur yang *listed* tahun 2000 sampai dengan 2003 Sedangkan alasan pemilihan periode selama tahun 2000 sampai tahun 2003, dikarenakan dalam tahun tersebut perusahaan mulai mengambil kebijakan yang signifikan untuk pemulihan keuangannya akibat krisis ekonomi yang melanda Indonesia sejak pertengahan tahun 1997.

2. Perusahaan – perusahaan manufaktur yang mengumumkan *right issue* tahun 2000 sampai dengan 2003, dan aktif diperdagangkan dengan periode pengamatan 11 hari. Pengamatan 11 hari tersebut terdiri dari 5 hari sebelum pengumuman *right issue* ($t-5$), 1 hari pada saat *right issue* (t_0) dan 5 hari sesudah pengumuman *right issue*. Penentuan periode jendela (*event window*) selama 5 hari tersebut mendasarkan pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Budiarto, A dan Zaki Baridwan (1999) dimana untuk menghindari adanya *confounding effect* (seperti pembagian dividen, saham bonus,

stock split, dll)

3. Apabila pada tanggal diseputar *right issue* bersamaan dengan kebijakan lain maka perusahaan tersebut dibatalkan sebagai sampel.

Berdasarkan kriteria sampel tersebut terdapat 17 perusahaan manufaktur yang melakukan *right issue* tahun 200-2003

Metode Pengambilan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dan data tersebut diambil dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2000 sampai 2003 serta mengakses *data base* di Pojok BEJ Universitas Brawijaya. Sedangkan kriteria data yang dikehendaki sebagai berikut:

- a. Perusahaan – perusahaan manufaktur yang listend di BEJ dan melakukan *right issue* pada tahun 2000 sampai dengan 2003.
- b. Harga saham harian dan indeks harga saham gabungan (IHSG) untuk setiap sampel perusahaan selama periode pengamatan.
- c. Jumlah saham harian yang diperdagangkan dan jumlah saham beredar untuk setiap sampel perusahaan selama periode pengamatan.
- d. Harga jual (*ask price*) tertinggi dan beli (*bid price*) terendah untuk setiap sampel perusahaan selama periode pengamatan.

Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variable yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Pengumuman *Right Issue*.

Peristiwa yang digunakan dalam penelitian adalah suatu pengumuman resmi dari BEJ mengenai tanggal/saat pengumuman *right issue* tanpa ada peristiwa lain yang diumumkan pada saat yang sama.

2. Periode peristiwa (*event period*)

Periode peristiwa merupakan jangka waktu yang digunakan untuk mengukur dampak pengumuman *right issue* terhadap beberapa variable *return*, *abnormal return*, aktivitas volume perdagangan dan *bid – ask spread* saham. Apabila selama periode pengamatan ada publikasi bersamaan dengan pengumuman *right issue*, maka perusahaan tersebut dikeluarkan dari sampel. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian adalah periode peristiwa (*even periode*) selama 11 hari yaitu 5 hari sebelum pengumuman, 1 hari pada saat dan 5 hari setelah tanggal pengumuman. Penentuan periode jendela (*even window*) selama 5 hari sebelum dan 5 hari setelah tanggal pengumuman didasarkan pada pertimbangan bahwa dalam kasus *right issue (even date)* yaitu tanggal pengumuman (*announcement date*) dan tanggal *ex-right*, yaitu tanggal dimana saham yang diperdagangkan sudah tidak mempunyai hak untuk membeli saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan (*emiten*) di BEJ. Selisih waktu antara tanggal pengumuman dan tanggal *ex-right* biasanya berkisar 5 hari kerja. Sedangkan penentuan 5 hari sebelum pengumuman dilakukan untuk melihat pengaruh adanya kebocoran informasi sebelum tanggal pengumuman.

Harga Saham

Harga saham adalah harga saham individual pada saat penutupan (*closing price*) selama periode jendela informasi harga saham akan digunakan menghitung *return* saham *actual (actual return)*.

Return Saham

Return saham adalah hasil yang diperoleh dari investasi saham. *Return* saham dapat dihitung dengan rumusan :

$$R_{it} = \left[\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \right]$$

Beaver (1968)

R_{it} = *return* saham perusahaan i pada periode t; P_{it} = harga saham penutupan perusahaan i pada periode t; P_{it-1} = harga saham penutupan perusahaan i pada periode t-1.

Return Pasar

Return saham yang diharapkan (*expected return*) digunakan *return* pasar (R_{mt}), sedang R_{mt} dihitung dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang menunjukkan indeks harga saham semua saham yang diperjual – belikan di BEJ (Arif Budiarto dan Zaki Baridwan, 1999)

Rumus R_{mt} adalah :

$$R_{mt} = \left[\frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \right]$$

Beaver (1968).

R_{mt} = *return* pasar pada periode t; $IHSG_t$ = Indeks harga saham gabungan penutupan pada periode t; $IHSG_{t-1}$ = Indeks harga saham gabungan penutupan pada periode sebelumnya (t-1).

Abnormal Return

Abnormal return atau *excess return* merupakan selisih antara *return* yang terealisasi (*realized return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). Secara matematis *abnormal return* dapat dihitung sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Hartono (2000)

dimana : AR_{it} = *Abnormal return* saham perusahaan i selama periode t; R_{it} = *Return* saham perusahaan i pada periode t; R_{mt} = *Return* pasar dari perusahaan i yang diharapkan pada periode t.

Abnormal return merupakan selisih dari *return* sesungguhnya (*actual return*) terjadi terhadap *return normal*. *Return* normal sebagai *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan), sehingga *return* yang tidak normal (*abnormal return*) adalah kelebihan antara *return* sesungguhnya yang terjadi terhadap *return* yang diharapkan (*expected return*). *Return* sesungguhnya *return* yang terjadi pada periode ke t sebagai selisih harga sekarang relatif dengan harga sebelumnya, sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diestimasi. Model *market adjusted return* adalah *return* indeks menganggap bahwa penduga yang baik mengestimasi *return* saham adalah *return* indeks harga pasar pada saat ini. Dengan menggunakan model ini tidak perlu digunakan periode estimasi untuk membuat model estimasi seperti pada model pasar (*market model*), karena *return* saham yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar.

Aktivitas Volume Perdagangan (Trading Volume Activity).

Likuiditas saham dapat diukur dengan volume perdagangan. Dengan cepatnya saham diperdagangkan, maka akan memberi petunjuk bahwa saham tersebut semakin likuid. Foster (1986,375) menyatakan volume perdagangan saham dapat dilihat dengan menggunakan indikator Aktivitas Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity / TVA*) dengan cara membagi antara saham perusahaan yang diperdagangkan dengan saham perusahaan yang beredar.

$$TVA = \frac{\text{saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu } t}{\text{saham perusahaan yang beredar pada waktu } t}$$

Foster (1986,375)

3. Bid – Ask Spread

Penggunaan *bid – ask spread* untuk mengukur likuiditas saham beredar pada

temuan empirik Demsetz (1968) dalam Conroy, Harris dan Benet (1990) dimana terdapat hubungan negatif antara volume perdagangan dan *bid – ask spread*. Semakin besar volume perdagangan suatu saham, maka semakin rendah *bid – ask spread* saham tersebut. Sedangkan Glosten dan Harris (1985) menemukan bukti bahwa perubahan *bid – ask spread* saham yang signifikan diakibatkan oleh asimetri informasi. Dengan demikian *bid – ask spread* dapat digunakan sebagai proksi ketidakseimbangan informasi yang dihadapi partisipan pasar modal. Pengukuran likuiditas saham dengan menggunakan *bid – ask spread* yang dioperasionalisasi seperti dalam Halim dan Hidayat (2000) sebagai berikut :

$$\text{Spread} = \frac{\text{Harga jual} - \text{Harga beli}}{\frac{\text{Harga jual} + \text{Harga beli}}{2}}$$

(Halim dan Hidayat, 2000)

Metode Analisa Data

Pengujian Hipotesis

Tujuan pengujian hipotesis ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *return*, *abnormal return*, aktivitas volume perdagangan dan *bid – ask spread* saham sebelum, saat dan sesudah pengumuman *right issue*. Pengujian ini menggunakan metode uji beda rata – rata dari dua kelompok sampel yang berpasangan (*paired two sample for mean test*), dimana t hitung dicari dengan rumus :

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}}} \sqrt{\frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 - 2)}{n_1 + n_2}}$$

dimana : \bar{x}_1 = rata – rata hitung sampel satu; \bar{x}_2 = rata – rata hitung sampel dua; n_1 = jumlah sampel satu; n_2 = jumlah sampel dua; S_1 = standar deviasi untuk sampel satu; S_2 = standar deviasi untuk sampel dua.

Nilai t_{hitung} dibandingkan dengan t_{tabel} dengan taraf signifikansi 5%. Sedangkan kriteria penerimaan dan penolakan H_0 didasarkan pada hasil perbandingan nilai t_{hitung} dengan t_{tabel} . Apabila $-t_{tabel} < t_{hitung} < t_{tabel}$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Sebaliknya apabila $-t_{tabel} > t_{hitung} > t_{tabel}$, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Tentang Return Saham

Rata-rata *return* saham perusahaan sampel selama periode pengamatan disajikan dalam Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata-rata *Return* Saham 11 hari di Sekitar *right issue*.

Periode	Mean	Standard Deviasi
Sebelum (t-5)	-0.00117	0.0180613
Saat (t0)	0.04042	0.0842334
Sesudah (t+5)	0.006405	0.0235527

Rata-rata *return* saham sebelum pengumuman lebih rendah dari pada rata-rata *return* saham pada saat dan sesudah pengumuman. Hal ini mengindikasikan bahwa harga saham mengalami penurunan yang diikuti dengan penurunan *return* saham tersebut. Penurunan terhadap *return* saham sebelum pengumuman kemungkinan terjadi karena rendahnya permintaan investor terhadap saham yang ditawarkan atau tidak adanya ketertarikan investor untuk membeli saham – saham tersebut.

Pada saat pengumuman *right issue*, rata-rata *return* saham mengalami kenaikan. Hal ini terjadi karena, kemungkinan investor memprediksi bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan *right issue* mempunyai kinerja yang bagus. Dengan adanya anggapan tersebut maka pada saat pengumuman banyak terjadi aksi beli yang dilakukan investor sehingga berdampak pada kenaikan harga saham yang diikuti dengan kenaikan *return* saham tersebut.

Sedangkan pada periode sesudah pengumuman *right issue*, terdapat penurunan terhadap *return* saham. Penurunan ini terjadi kemungkinan prediksi yang dilakukan investor kurang tepat, sehingga terjadi penjualan saham yang dilakukan oleh pemegang saham. Dengan adanya penjualan saham tersebut berakibat pada menurunnya harga saham yang diikuti dengan menurunnya *return* saham sesudah pengumuman *right issue*.

Abnormal Return Saham

Abnormal return dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan model perhitungan *market-adjusted model*. Model ini menganggap bahwa memperkiraan *expected return* yang terbaik adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Model ini tidak memerlukan periode estimasi untuk membentuk model estimasi (Hartono, 2000).

Tabel 3. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata-rata *Abnormal Return* Saham 11 hari di Sekitar Pengumuman *Right Issue*.

Periode	Mean	Standard Deviasi
Sebelum (t-5)	0.003050	0.0116827
Saat (t0)	0.04196	0.0769931
Sesudah (t+5)	0.006855	0.0195110

Rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman *right issue* adalah 0,305%, saat pengumuman *right issue* sebesar 4,196% sedangkan sesudah pengumuman *right issue* sebesar 0,6855%. Hasil analisa statistik tersebut, menunjukkan bahwa sebelum pengumuman *right issue* kemungkinan informasi tentang pengumuman *right issue* belum dapat diserap oleh investor sehingga pada periode sebelum *abnormal return* saham lebih rendah dari pada saat pengumuman *right issue*.

Pada saat pengumuman, *abnormal return* yang diperoleh lebih besar dari pada sebelum pengumuman. Hal ini mengindikasikan bahwa pada saat pengumuman kemungkinan informasi yang ada di pasar tersebar tidak merata (asimetri informasi) sehingga pada periode saat pengumuman tingkat ekspektasi investor terhadap *return* saham tidak sama, hal ini menyebabkan

masih ada investor yang mendapatkan *abnormal return*.

Sedangkan sesudah pengumuman *right issue* terdapat kemungkinan bahwa informasi yang tersebar di pasar masih bersifat asimetris, sehingga masih ada beberapa investor yang memiliki informasi lebih untuk mendapatkan *abnormal return* akan tetapi *abnormal return* yang diperoleh lebih kecil jika dibandingkan saat pengumuman *right issue*.

Aktivitas Volume Perdagangan Saham (TVA)

Penelitian ini juga melihat apakah pengumuman *right issue* dapat mempengaruhi likuiditas saham yang diukur dengan aktivitas volume perdagangan. Tabel 4 di bawah ini menunjukkan rata-rata aktivitas volume perdagangan di sekitar peristiwa *Right Issue*.

Tabel 4. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham 11 hari di Sekitar Pengumuman *Right Issue*.

Periode	Mean	Standard Deviasi
Sebelum (t-5)	0.002663	0.000665328
Saat (t0)	0.01973	0.0440762
Sesudah (t+5)	0.01015	0.0320989

Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum pengumuman *right issue* sebesar 0,2663%, pada saat pengumuman *right issue* sebesar 1,973% sedangkan sesudah pengumuman *right*

issue sebesar 1,015%. Hasil statistik diatas menunjukkan bahwa pada saat pengumuman *right issue* terjadi peningkatan terhadap aktivitas volume perdagangan saham hal ini disebabkan karena adanya

penambahan jumlah saham yang diperdagangkan dan adanya prediksi yang baik terhadap kinerja perusahaan tersebut sehingga harapan akan memperoleh keuntungan tinggi.

Sedangkan pada periode sesudah pengumuman *right issue*, rata-rata aktivitas volume perdagangan saham mengalami penurunan, hal ini kemungkinan informasi

yang beredar sudah merata sehingga menimbulkan ekspektasi yang sama diantara investor.

Bid-Ask Spread Saham

Tabel 5 di bawah ini menunjukkan rata-rata *spread* di sekitar peristiwa pengumuman *Right Issue*.

Tabel 5. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata-rata *Bid-Ask Spread* Saham 11 hari di Sekitar Pengumuman *Right Issue*.

Periode	Mean	Standard Deviasi
Sebelum (t-5)	0.36793123	0.67021592
Saat (t0)	0.08102	0.71562575
Sesudah (t+5)	0.09469	0.20462059

Rata-rata *bid-ask spread* sebelum pengumuman *right issue* adalah sebesar 3,68%, pada saat pengumuman *right issue* sebesar 0,81%, sedangkan sesudah pengumuman *right issue* sebesar 0,94%. Kesimpulan hasil statistik tersebut menunjukkan bahwa pada saat pengumuman *right issue* terjadinya penurunan terhadap *spread*, hal ini kemungkinan adanya tingkat pengharapan yang tinggi untuk mendapatkan *return* sesudah pengumuman. Dengan pengharapan yang tinggi tersebut membuat investor melakukan aktivitas spekulasi dengan membeli saham, hal ini berdampak

pada menyempitnya *spread* saham tersebut. Sedangkan sesudah pengumuman *spread* sedikit mengalami peningkatan, peningkatan ini ada kemungkinan prediksi atau pengharapan investor tidak terbukti sehingga para investor sudah mulai melakukan aktivitas jual saham.

Hasil Pengujian Hipotesis

Analisis Hipotesis 1

Dari hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji *pair two sample for means* tentang rata-rata *return* saham disajikan dalam Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Pengujian Statistik Rata-rata *Return* Saham 11 Hari di Seputar Pengumuman *Right Issue*.

Hipotesis	Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Keterangan
H1 _a	Sbl-Saat	-2.110	± 1.74	Signifikan
H1 _b	Saat : Ssd	2.051	± 1.74	Signifikan
H1 _c	Sblu :Ssd	-1.447	± 1.74	Tidak signifikan

Besarnya t_{hitung} untuk pengujian hipotesis 1a untuk periode pengamatan 5 hari sebelum dan pada saat pengumuman *right issue* sebesar $-2,110$. Nilai t_{hitung} tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan $t_{(0,05;17)} \pm 1,74$, sehingga berada didaerah penolakan H_0 . Hal ini mengandung makna bahwa terdapat perbedaan yang berarti antara rata-rata *return* saham sebelum dan saat pengumuman *right issue*. Perbedaan tersebut mungkin disebabkan informasi *right issue* sudah terserap lebih dahulu pada hari-hari sebelum pengumuman, sehingga investor melakukan reaksi terhadap informasi tersebut lebih besar dari kondisi normal, dan hal ini secara statistik berbeda secara signifikan.

Pengujian hipotesis 1b untuk periode saat dan sesudah pengumuman *right issue* menghasilkan nilai t_{hitung} sebesar $2,051$. Nilai t_{hitung} tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan $t_{(0,05;17)} \pm 1,74$ sehingga berada didaerah penolakan H_0 . Hal ini mengandung arti bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* saham saat dibandingkan dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa investor mempunyai prediksi bahwa dengan adanya penambahan saham baru kinerja perusahaan akan meningkat sehingga harapan akan mendapatkan *return* sangat tinggi. Dengan adanya tingkat pengharapan yang tinggi tersebut mengakibatkan investor bereaksi terhadap pengumuman *right issue* dengan membeli saham.

Sedangkan untuk pengujian hipotesis 1c, dimana dilakukan pada pasangan periode yang lebih lama yaitu sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* menghasilkan nilai t_{hitung} sebesar $-1,447$. Nilai t_{hitung} tersebut lebih kecil jika dibandingkan dengan $t_{(0,05;17)} \pm 1,74$, sehingga berada didaerah penerimaan H_0 . Hal ini mempunyai makna bahwa tidak terdapat perbedaan antara rata-rata *return*

sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*.

Hasil analisis ini mengindikasikan bahwa prediksi dan tingkat pengharapan yang dilakukan para investor tidak terbukti, sehingga adanya aksi jual yang dilakukan para investor. Dengan adanya aksi jual tersebut harga saham akan turun dan kemungkinan mendekati ke posisi sebelum pengumuman *right issue*. Perubahan *return* saham dapat diamati pada perubahan besarnya rata-rata *return* saham harian di sekitar pengumuman *right issue* (Tabel 7 dan Gambar 3).

Tabel 7. Hasil Perhitungan Statistik untuk Rata-rata *Return* Saham Harian di Sekitar Pengumuman *Right Issue*.

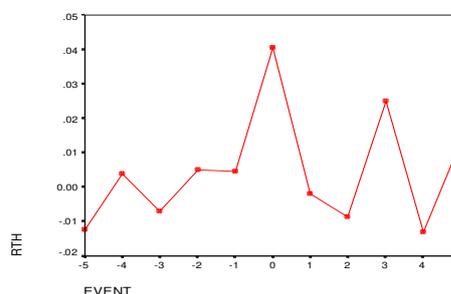
EVENT	RATA-RATA RETURN SAHAM
-5	-0.012348824
-4	0.003841176
-3	-0.007048235
-2	0.005134706
-1	0.004587647
0	0.04042
1	-0.001825882
2	-0.008534706
3	0.024925882
4	-0.012963529
5	0.013045294

Rata-rata *return* 11 hari seputar pengumuman *Right Issue*. Pada Grafik diatas terlihat harga saham pada hari ke-4 dan ke-2 sebelum pengumuman sempat mengalami kenaikan, meskipun pada hari ke-3 sebelum pengumuman mengalami penurunan. Namun sehari sebelum pengumuman harga saham mulai meningkat tajam sampai pada saat pengumuman *Right Issue*. Penurunan tajam terjadi pada hari 1 dan ke-2 sesudah pengumuman, dan mulai meningkat pada hari ke-3 sesudah pengumuman. Meskipun pada hari ke-4 sesudah pengumuman mengalami penurunan, namun pada hari ke-5 harga saham mengalami peningkatan kembali.

Implikasi dari grafik tersebut menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* dapat di reaksi oleh investor pada saat pengumuman, hal ini di karenakan harga saham meningkat tajam pada saat pengumuman.

Hasil Pengujian Hipotesis 2

Dari hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji *pair two sample for means* tentang rata-rata *abnormal return* saham disajikan dalam Tabel 8.



Gambar 2. Rata-rata Return Saham Harian Selama Periode Pengamatan

Tabel 8. Hasil Pengujian Statistik Rata-rata *Abnormal Return* Saham 11 hari di Seputar Pengumuman *Right Issue*.

Hipotesis	Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Keterangan
H2 _a	Sblm:Saar	-2.114	± 1.74	Signifikan
H2 _b	Saat : Ssd	1.933	± 1.74	Signifikan
H2 _c	Sbl :Ssd	-0.642	± 1.74	Tidak Signifikan

Besarnya t_{hitung} untuk pengujian hipotesis 2a pada periode pengamatan 5 hari sebelum pengumuman dan pada saat pengumuman *right issue* sebesar -2.114 . Nilai t_{hitung} tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan $t_{(0.05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penolakan H0. Hal ini mengandung arti bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dibandingkan dengan saat pengumuman *right issue*.

Hasil tersebut mengindikasikan adanya tingkat pengharapan para investor terhadap *return* saham yang tidak sama antara periode sebelum dengan saat pengumuman *right issue*. Hal ini mengindikasikan bahwa masih ada investor yang memperoleh *abnormal return* antara periode sebelum dengan saat pengumuman *right issue*. Dapat diperolehnya *abnormal*

return antara periode sebelum dengan saat pengumuman *right issue* dikarenakan informasi yang ada tersebar tidak merata atau terdapat adanya asimetri informasi.

Pada pengujian hipotesis 2b dengan pasangan saat dan sesudah pengumuman *right issue* menghasilkan nilai t_{hitung} sebesar 1,933 Nilai tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan $t_{(0.05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penolakan H0. Hal ini mengandung arti bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham saat dibandingkan dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa tingkat ekspektasi para investor akan memperoleh *return* sesudah pengumuman tinggi, sehingga adanya reaksi dari para investor yang mempunyai informasi lebih untuk melakukan aksi beli saham pada saat pengumuman *right issue*

dengan harapan akan memperoleh *return* yang tinggi sesudah pengumuman. Dengan adanya aksi beli yang dilakukan para investor yang mempunyai informasi lebih tersebut maka mereka akan memperoleh *abnormal return*. Hal ini mengakibatkan adanya perbedaan terhadap *abnormal return* saat dan sesudah pengumuman *right issue*.

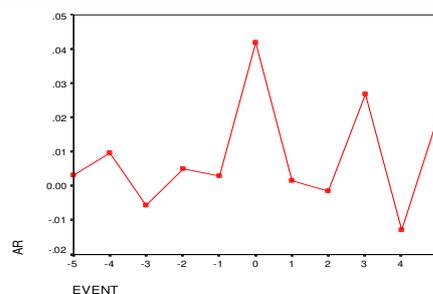
Sedangkan untuk pengujian hipotesis 2c pada pasangan periode sebelum dibandingkan dengan sesudah pengumuman *right issue* menghasilkan nilai t hitung sebesar $-0,642$ dan nilai tersebut lebih kecil jika dibandingkan dengan $t_{(0,05;17)} \pm 1,74$, sehingga berada didaerah penerimaan H_0 . Hal ini mengandung arti bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* saham sebelum dibandingkan dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Hasil temuan ini mengindikasikan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi pada periode sebelum dan sesudah pengumuman yang mengakibatkan pasar tidak bereaksi. Hal ini karena prediksi bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* mempunyai kinerja yang baik dan harga saham sesudah pengumuman akan naik kemungkinan tidak terbukti, sehingga harapan akan memperoleh *abnormal return* sesudah pengumuman tidak terpenuhi hal ini dibuktikan dengan tidak adanya perbedaan *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Tidak adanya perbedaan pada periode tersebut kemungkinan investor sudah bereaksi pada saat pengumuman *right issue*, sehingga sesudah pengumuman informasi yang tersebar sudah merata atau bersifat simetris.

Perubahan rata-rata *abnormal return* tersebut, untuk lebih detailnya dapat dilihat dengan mengamati perubahan rata-rata *abnormal return* harian seperti yang terlihat pada Tabel 9 dan Gambar 4.

Tabel 9. Hasil Perhitungan Rata-rata *Abnormal Return* Saham Harian di Sekitar Pengumuman *Right Issue*.

EVENT	RATA-RATA ABNORMAL RETURN SAHAM
-5	0.003115294
-4	0.009650588
-3	-0.005527647
-2	0.005141765
-1	0.002865294
0	0.041961176
1	0.001488824
2	-0.001433529
3	0.026922353
4	-0.012822353
5	0.020118824



Gambar 3. Rata-rata *Abnormal Return* Saham Harian Selama Periode Pengamatan .

Abnormal return pada hari ke-3 sebelum pengumuman *right issue* mengalami penurunan. *Abnormal return* mulai merangkak naik pada hari ke-2 sebelum pengumuman dan mulai meningkat tajam pada saat pengumuman. Penurunan *abnormal return* terjadi pada hari ke-1 dan ke-4 sesudah pengumuman, namun hari ke-3 dan ke-5 mulai terjadi peningkatan kembali. Hal ini juga mengindikasikan bahwa investor mulai tertarik dengan adanya penawaran saham, yang di tunjukkan dengan respon positif pada saat pengumuman.

Analisis hasil Pengujian Hipotesis 3

Dari hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji *pair two sample for means* tentang rata-rata aktivitas volume

perdagangan saham disajikan dalam Tabel 10.

Tabel 10. Hasil Pengujian Statistik Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham 11 hari di Seputar Pengumuman *Right Issue*.

Hipotesis	Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Keterangan
H3 _a	Sbl-Saat	-1.817	± 1.74	Signifikan
H3 _b	Saat :Ssd	2.138	± 1.74	Signifikan
H3 _c	Sbl:Ssd	-1.190	± 1.74	Tidak Signifikan

Besarnya t_{hitung} untuk pengujian hipotesis 3a antara periode sebelum dengan saat pengumuman *right issue* sebesar $-1,817$. Nilai t_{hitung} tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan $t_{(0.05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penolakan H0. Hal ini mempunyai makna bahwa terdapat perbedaan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dengan saat pengumuman *right issue*.

Pada periode sebelum dan saat pengumuman *right issue* informasi yang beredar di pasar tidak merata atau terdapat informasi yang asimetris, sehingga menyebabkan perbedaan perilaku investor dalam melakukan perdagangan, dimana investor lama lebih memiliki informasi tentang kondisi di perusahaan sehingga tertarik untuk melakukan pembelian sahamnya, hal ini mengakibatkan adanya perubahan atau peningkatan volume perdagangan saham antara periode sebelum dengan saat pengumuman *right issue*.

Sedangkan pada pengujian hipotesis 3b untuk pasangan saat dan sesudah pengumuman *right issue* menghasilkan nilai t_{hitung} sebesar $2,138$. Nilai tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan $t_{(0.05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penolakan H0. Hal ini mempunyai makna bahwa terdapat perbedaan antara rata-rata aktivitas volume per-

dagangan saat dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Pada periode saat dengan sesudah pengumuman *right issue* tidak ada kesamaan informasi yang diterima investor atau terjadi kebocoran informasi tentang *right issue* sehingga menyebabkan adanya perbedaan terhadap tingkat ekspektasi untuk mendapatkan *return* diantara para investor. Tingkat ekspektasi yang berbeda dapat menunjukkan bahwa terdapat investor yang memiliki informasi lebih (investor lama) sehingga mengakibatkan adanya perubahan atau peningkatan terhadap volume perdagangan saham antara periode saat dan sesudah pengumuman *right issue*.

Sedangkan pada pengujian hipotesis 3c, untuk periode sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar $-1,190$. Nilai tersebut lebih kecil jika dibandingkan dengan $t_{(0.05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penerimaan H0. Hal ini mempunyai makna bahwa tidak terdapat perbedaan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Dari hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa adanya kemungkinan pengumuman *right issue* tidak dapat memberikan informasi yang cukup kepada investor untuk membuat keputusan

investasi atau tidak dapat mengubah preferensi investor publik. Hal ini di sebabkan karena informasi tersebut sudah dimanfaatkan oleh pemegang saham lama, sehingga investor baru menganggap pengumuman *right issue* sebagai pengumuman yang tidak dapat memberikan keuntungan ekonomis.

Perubahan aktivitas volume perdagangan tersebut, dapat dijelaskan dengan melihat Tabel 11 dan Gambar 5.

Volume perdagangan saham mulai meningkat sehari sebelum pengumuman *right issue* sampai dengan saat pengumuman. Penurunan volume perdagangan terjadi pada hari ke-1 sampai hari ke-5 sesudah pengumuman, namun tidak setajam penurunan sebelum pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa perbedaan preferensi investor yang dicerminkan oleh perbedaan perilaku volume perdagangan saham secara statistik tidak di pengaruhi oleh adanya informasi *right issue*, tetapi mungkin di sebabkan faktor lain, misal: kinerja perusahaan.

Hasil Pengujian Hipotesis 4

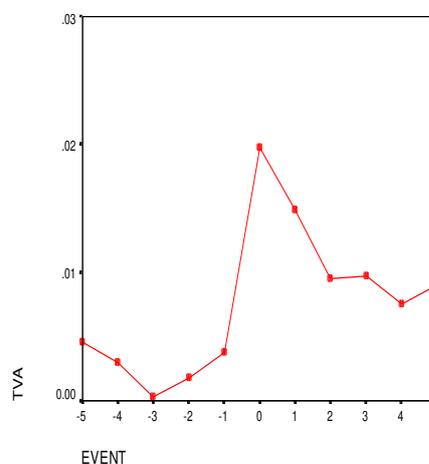
Dari hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji *pair two sample for means* tentang *bid-ask spread* saham disajikan dalam Tabel 12.

Besarnya t_{hitung} untuk pengujian hipotesis 4a pada periode pengamatan 5 hari sebelum dan pada saat pengumuman *right issue* sebesar 1,103. Nilai t_{hitung} tersebut lebih kecil jika dibandingkan dengan $t_{(0.05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penerimaan H_0 . Pengujian hipotesis 4b periode pengamatan saat dan sesudah pengumuman *right issue* menghasilkan Nilai t_{hitung} $t=0,086$ lebih kecil jika dibandingkan dengan $t_{(0.05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penerimaan H_0 . Hal ini mempunyai makna bahwa tidak

terdapat perbedaan antara rata-rata *bid-ask spread* sebelum dengan saat pengumuman *right issue*.

Tabel 11. Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham pada Hari-hari Di Sekitar Pengumuman *Right Issue*

EVENT	RATA-RATA TVA
-5	0.00455319
-4	0.002930633
-3	0.000251652
-2	0.001761844
-1	0.003818026
0	0.01973093
1	0.014932909
2	0.009546875
3	0.009704685
4	0.007571809
5	0.009032309



Gambar 4. Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham Harian Selama Periode Pengamatan

Tabel 12. Hasil Pengujian Statistik Rata-rata *Bid-Ask Spread* Saham 11 hari di Seputar Pengumuman *Right Issue*.

Hipotesis	Periode	t_{hitung}	t_{tabel}	Keterangan
H4 _a	Sbl-Saat	1.103	± 1.74	Tidak signifikan
H4 _b	Saat : Ssh	-0.086	± 1.74	Tidak Signifikan
H4 _c	Sbl :Ssd	1.835	± 1.74	Signifikan

Pada periode tersebut tingkat transaksi yang ada di pasar tinggi karena adanya prediksi yang baik dari para investor tentang perusahaan yang melakukan *right issue*. Prediksi yang dilakukan para investor kemungkinan tidak terbukti sehingga banyak investor yang melakukan aksi jual saham pada periode sesudah pengumuman *right issue*, hal ini mengakibatkan *spread* yang diperoleh menyempit. Dampak dari menyempitnya *spread* saham tersebut maka saham-saham yang diperdagangkan semakin likuid.

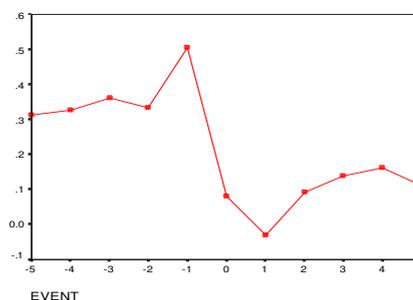
Sedangkan pada pengujian hipotesis 4c, untuk periode sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar 1,835. Nilai tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan $t_{(0,05;17)} \pm 1.74$, sehingga berada didaerah penolakan H0. Hal ini mempunyai makna bahwa terdapat perbedaan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue*.

Dari hasil temuan periode pengamatan sebelum dan sesudah pengumuman mengindikasikan bahwa informasi tentang pengumuman *right issue* kemungkinan sudah tersebar merata atau sudah bersifat simetris sehingga para investor (spekulan) sudah tidak bergairah dalam melakukan transaksi jual-beli saham dan kemungkinan lain hanya orang-orang internal perusahaan saja yang melakukan transaksi tersebut, hal ini karena orang-orang internal perusahaan lebih banyak mempunyai informasi lebih dari pada orang-orang eksternal perusahaan. Para *broker* hanya bertransaksi

dengan investor yang memiliki informasi sehingga aktivitas perdagangan saham sesudah pengumuman kembali seperti periode sebelum pengumuman. Perubahan rata-rata *spread* tersebut dapat dijelaskan dalam Tabel 13 dan Gambar 6.

Tabel 13. Rata-rata *Bid-Ask Spread* Saham pada Hari-hari di Sekitar Pengumuman *Right Issue*

EVENT	RATA-RATA BID-ASK SPREAD
-5	0.311660829
-4	0.327185387
-3	0.362309645
-2	0.332638127
-1	0.50586216
0	0.081023081
1	-0.030513316
2	0.092507395
3	0.138447659
4	0.162898897
5	0.110099777



Gambar 5. Rata-rata Spread Saham Harian Selama Periode Pengamatan.

Spread sebelum pengumuman *right issue* pada hari ke-5 sampai ke-1 tidak terjadi penurunan, namun pada saat pengumuman *spread* saham menurun tajam sampai hari ke-1 sesudah pengumuman. Hari ke-2 sampai hari ke-5 sesudah pengumuman *spread* saham mulai merangkak naik. Hal ini menunjukkan bahwa adanya informasi asimetri, dimana informasi tentang pengumuman *right issue* kemungkinan hanya dimiliki oleh orang-orang internal perusahaan (pemegang saham lama) sehingga broker hanya bertransaksi dengan investor yang memiliki informasi.

Implikasi Hasil Analisis Penelitian

Study peristiwa (*event study*) 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. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Hartono, 2000).

Implikasi hasil analisis penelitian didasarkan pada teori-teori yang relevan dengan pengumuman *Right Issue* seperti yang telah dijelaskan di depan.

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Dalam *Signaling theory* suatu pengumuman dianggap sebagai sinyal yang positif karena manajer perusahaan akan menyampaikan prospek masa depan yang baik ke publik. Alasan sinyal ini didukung dengan kenyataan bahwa perusahaan yang melakukan pengumuman merupakan perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik. Jika pasar bereaksi pada waktu pengumuman, hal ini bukan berarti bahwa pasar bereaksi karena informasi pengumuman tersebut, akan tetapi bereaksi

karena mengetahui prospek perusahaan di masa depan yang disinyalkan melalui pengumuman. Sinyal dianggap valid dan dapat dipercaya oleh pasar, apabila perusahaan benar-benar mempunyai kondisi sesuai yang disinyalkan yang akan mendapatkan reaksi positif. (Hartono, 2000).

Berdasarkan hasil dalam penelitian ini, ditemukan bahwa secara rata-rata terdapat perbedaan *return* dan *abnormal return* saham pada periode (saat-sebelum) dan (saat-sesudah) pengumuman *right issue*. Namun pada periode sebelum-sesudah menghasilkan suatu kesimpulan tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hal ini membuktikan bahwa tidak ada investor yang memiliki informasi lebih untuk mendapatkan *return* dan *abnormal return*. Dengan tidak adanya investor mendapat *return* dan *abnormal return* maka dapat dikatakan bahwa selama periode sebelum-sesudah pengumuman *right issue* tidak dapat memberikan sinyal yang positif.

Secara kumulatif, pengumuman *right issue* belum dapat memberikan kandungan informasi yang positif, hal ini mengakibatkan secara keseluruhan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman *right issue*.

Analisa diatas sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Alam (1994), A.Budiarto dan Zaki Baridwan (1999), Wijaya (2000), Mulatsih (2001), Harlendo (2003) menyimpulkan bahwa pengumuman *right issue* di respon secara negatif oleh investor.

Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Bohren (1997) dalam Prima (2001), Echo dan Masulis (1992) dalam Sri Mulatsih (2001), menyimpulkan bahwa pasar cenderung menggunakan *Right Issue* untuk memperoleh ekuitas baru, sehingga dapat dikatakan investor merespon positif terhadap pengumuman *right issue*.

Ketidak-konsistenan penelitian ini apabila dibandingkan dengan penelitian di

atas dikarenakan perbedaan karakteristik pasar dan periode pengamatan. Hal ini dikarenakan kondisi pasar di luar negeri sudah mencerminkan pasar efisiensi bentuk kuat, sedangkan Bursa Efek di Indonesia tergolong pada pasar modal yang sedang berkembang (*emerging market*). Kondisi ini dikarenakan adanya kemungkinan investor di pasar mencari keuntungan jangka pendek dengan melakukan aksi jual pada saat harga saham tinggi.

Asymmetry Information

Peningkatan volume perdagangan sebagai refleksi terjadinya perubahan secara rata-rata atas pendapat para investor tentang nilai saham (Kim dan Verrechia, 1991). Dengan demikian peningkatan volume perdagangan saham mencerminkan seberapa jauh asimetri informasi terjadi pada para investor yang merupakan reaksi pengumuman yang di publikasikan.

Berdasarkan pada hasil penelitian ini ditemukan bahwa secara rata-rata terdapat perbedaan aktivitas volume perdagangan saham pada pasangan periode (saat-sebelum) dan (saat-sesudah) pengumuman *right issue*. Sedangkan pada periode sebelum – sesudah pengumuman *right issue* ditemukan bahwa secara rata-rata tidak terdapat perbedaan. Dari hasil pengujian tersebut mengindikasikan informasi yang diterima investor sudah bersifat simetris, sehingga menyebabkan adanya kesamaan terhadap tingkat ekspektasi akan *return* saham. Tingkat ekspektasi yang sama tersebut dapat mengindikasikan tidak adanya peningkatan terhadap volume perdagangan saham antara periode sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa pengumuman *right issue* tidak dapat mempengaruhi jumlah pemegang saham yang ditunjukkan dengan tidak adanya perbedaan volume perdagangan saham sesudah pengumuman *right issue*.

Selain aktivitas volume perdagangan yang digunakan untuk mengukur likuiditas saham digunakan pula *bid-ask spread*. Penggunaan *bid-ask spread* untuk mengukur likuiditas saham berdasarkan pada temuan empirik Demsetz (1968) dalam Conroy, Harris dan Benet (1990) dimana terdapat hubungan negatif antara volume perdagangan dan *bid-ask spread*. Semakin besar volume perdagangan suatu saham, maka semakin rendah *bid-ask spread* saham tersebut. Bukti yang ditemukan dalam penelitian ini adalah secara rata-rata tidak terdapat perbedaan *bid-ask spread* pada pasangan periode saat-sebelum dan saat - sesudah pengumuman *right issue*, akan tetapi pada pasangan periode sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue* terdapat perbedaan terhadap *bid-ask spread* saham.

Kesimpulan yang dapat diberikan adalah pengumuman *right issue* tidak dapat meningkatkan likuiditas saham yang dibuktikan dengan tidak adanya perbedaan atau perubahan *bid-ask spread* saham pada pasangan periode sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue*. Hal ini mengindikasikan bahwa informasi tentang pengumuman *right issue* kemungkinan hanya dimiliki oleh para pemegang saham lama, sehingga para *broker* hanya bertransaksi dengan investor yang memiliki informasi (pemegang saham lama). Karena hanya investor yang memiliki informasi yang dapat melakukan transaksi, maka akan berpengaruh terhadap penurunan aktivitas volume perdagangan saham. Penurunan perdagangan saham mengakibatkan melebarnya *spread* saham. Melebarnya *spread* tersebut dikarenakan harga beli yang diajukan oleh investor baru tidak mendekati atau bahkan tidak sama dengan harga jual yang ditawarkan oleh broker atau perantara, sehingga broker atau perantara tidak akan melepas sahamnya kepada investor sehingga volume perdagangan saham menurun.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sheehan *et al.* (1997), Budiarto (1999) menyimpulkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada perubahan aktivitas volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Hasil penelitian ini tidak sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Kothare (1997; dalam Prima, 2003) dan Harlendo (2003) menemukan bahwa *bid-ask spread* menyempit setelah pengumuman *right issue*. Menyempitnya *spread* tersebut dikarenakan harga beli yang diajukan oleh investor (baik investor lama atau baru) mendekati atau bahkan sama dengan harga jual yang ditawarkan oleh broker atau perantara, sehingga broker atau perantara akan melepas sahamnya kepada investor. Apabila harga permintaan mendekati atau bahkan sama dengan harga penawaran oleh broker, maka aktivitas jual – beli yang dilakukan oleh broker tinggi sehingga saham yang diperdagangkan semakin likuid.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah diuraikan di atas, dapat disimpulkan bahwa:

1. Terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* saham pada pasangan periode sebelum dengan saat dan saat dengan sesudah pengumuman *right issue*. Sedangkan untuk *return* saham pada pasangan periode sebelum dengan sesudah menghasilkan suatu kesimpulan tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi kemungkinan pada waktu pengamatan yang lebih panjang (sebelum sampai sesudah *right issue*) pasar sudah dapat menyesuaikan adanya informasi yang tersebar, sehingga *return* yang diperoleh relatif tidak berbeda sebelum sampai dengan sesudah *right issue*. Hal di atas menunjukkan bahwa informasi yang ada di pasar sudah bersifat simetris.
2. Terdapat perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dengan saat dan antara saat dengan sesudah pengumuman *right issue*. Sedangkan *abnormal return* saham pada pasangan periode sebelum dengan sesudah ternyata tidak ada perbedaan yang signifikan. Pengujian ini mengindikasikan bahwa dalam waktu yang lebih panjang (sebelum - sesudah pengumuman *right issue*), terdapat tingkat ekspektasi pasar yang sama terhadap *abnormal return* saham. Artinya pada periode sebelum dengan sesudah *right issue* kemampuan pasar untuk mendapatkan *abnormal return* adalah sama. Tingkat ekspektasi yang sama menunjukkan tidak ada investor publik (investor baru) yang memiliki informasi lebih untuk mendapatkan *abnormal return*. Hal ini berimplikasi bahwa secara keseluruhan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman *right issue*.
3. Pengujian terhadap aktivitas volume perdagangan saham untuk pasangan periode (sebelum-saat) dan (saat-sesudah) menyimpulkan terdapat perbedaan yang signifikan. Akan tetapi untuk pengamatan yang diperpanjang yaitu pada pasangan periode sebelum dengan sesudah menyimpulkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Dari hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa pada periode sebelum sampai dengan sesudah informasi yang diterima investor sama atau terdapat informasi yang simetris, sehingga menyebabkan tingkat ekspektasi (pengharapan) memperoleh *return* saham sama diantara para investor. Tingkat ekspektasi (harapan) yang sama tersebut dapat mengakibatkan tidak adanya perubahan atau pening-

katan terhadap volume perdagangan saham antara periode sebelum dengan sesudah pengumuman *right issue*.

4. Sedangkan pengujian terhadap *bid-ask spread* saham untuk pasangan periode (sebelum-saat) dan (saat- sesudah) pengumuman *right issue* menghasilkan suatu kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan pada *bid-ask spread*. Akan tetapi untuk pengamatan yang diperpanjang yaitu pada pasangan (sebelum-sesudah) pengumuman *right issue* menghasilkan suatu kesimpulan bahwa terdapat perbedaan pada *bid-ask spread*. Dari hasil pengujian tersebut mengindikasikan bahwa pada periode sebelum sampai dengan sesudah pengumuman *right issue* sudah tersebar merata atau informasi *right issue* sudah bersifat simetris sehingga tidak pasar tidak bergairah dalam melakukan aktivitas perdagangan saham dan kemungkinan hanya investor lama (pemegang saham lama) yang mempunyai informasi lebih yang melakukan aktivitas perdagangan saham.

Saran-saran

1. Bagi pemegang saham lama atau investor baru
Diharapkan pemegang saham lama dan investor baru berupaya mencari atau mendapatkan informasi dari perusahaan sebelum membuat keputusan membeli atau menjual.
2. Bagi emiten
Sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan untuk manajemen dalam melakukan *right issue*, dikarenakan pengumuman *right issue* pada periode pengamatan tidak dapat meningkatkan likuiditas saham.
3. Bagi penelitian selanjutnya
 1. Melihat pengaruh (regresi) pengumuman *right issue* terhadap

masing-masing variabel yang digunakan.

2. Mempertimbangkan kinerja perusahaan yang melakukan *right issue* dengan analisis rasio.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahn, H; Charles, C and Hyuk, C, 2001. Share Repurchase Tender Offer and Bid - Ask Spread, *Journal of Banking and Finance* 25, pp. 445 – 478.
- Ajinkya B. B, dan P. C. Jain, 1989. The behavior of daily stock market trading volume, *journal of accounting and economic*, Vol 11, pp. 331 – 359.
- Alam, Syamsu, 1994. *Dampak Right Issue pada kemakmuran Para Pemegang Saham; Periode Amatan Selama Tahun 1993 (Studi Kasus Pada PT. BEJ)*. Laporan Internship, Program Studi MM, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Asquith, P, and D. W. Mullin, 1986. Equity Issue and offering dilution. *Journal of Financial Economic* (JFE), Vol, 15
- Aulia dan Alwan, 2003. Hubungan Harga Teoritis Saham Right Issue dengan Gain/Loss Investor. *Jurnal Ventura* Vol. 6 No.1
- Bandi dan J. Hartono, 2000. Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Deviden, *Journal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3, No. 2, hal 203 – 213.
- Barclay, Michael J and Robert H. Litzenberger, 1998. Announcement Effects of New Equity Issue and the Use of Intraday Prices. *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol.4.
- Beza, B. dan A. Na'im, 1998. The information Content of Annual Earning Announcements a Trading

- Volume Approach. *Journal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 1, No. 2. hal 163 – 173.
- Brick, I.E; M. Statman and D. G. Weaver, 1989. Even Studies and Model Misspecification: Another Look at The Benefit of Outsiders from Public Information about Insider Trading. *Journal of Business Accounting*, 16 (3).
- Brigham E. F. And Gapenski, 1996. Intermediate Financial Management, 5th edition. Harcourt Barce College Publisher.
- Brooks, R. M., 1994. Bid – Ask Spread Compenents Around Anticipated Announcements. The Journal of Financial Research, Vol. XVII, No. 3, pp 375 – 386.
- Budiarto, A., dan Z . Baridwan, 1999. Pengaruh pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas di Bursa Efek Jakarta Periode 1994 – 1996. *Journal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 2. No. 1. hal 91 – 116.
- Choi, D. dan Chen, 1997. The Differential Information Conveyed by Share Repurchase Tender Ofers and Divend Increases. The Journal of Financial Researsh, Vol. 20, pp 529 – 543.
- Conroy, R. M.; R. S. Haris dan B. A. Benet, 1990. The effect of Stock Split on Bid – Ask Spread. *Journal of Finance*, Vol. 4. pp 1288 – 1289.
- Copeland, T. E., dan J. Fred Weston. 1986. *Manajemen Keuangan, edisi delapan*, penerjemah Kirbrandokodan Jaka Wasana. Erlangga, Jakarta.
- Cooper, Donald R. dan C. Willam Emroy, 1996. *Metode Penelitian Bisnis*, edisi 5. Jilid 1. Alih bahasa Ellen Gunawan dan Imam Nurmawan, Erlangga Jakarta.
- Djarwanto dan P. Subagyo, 1994. *Stastistik Induktif, Edisi IV*, BPFE, Yogyakarta.
- Dyckman, T. R. dan D. Morse, 1986. *Efficient Capital Market and Accounting: a. Critical Analysis*, Second Edition, Prentice Hall Inc.
- Fama, E, 1970 The Behaviour of Stock Market Price, *Journal of Business*, Vol. 38. pp. 34 – 104.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*, Second Edition Englewood Cliffs New Jersey, Printice Hall International.
- Graves, J. A.; S. P. Hedge and R. E. Milleer. Trading Mechanisme and The Components of the Bid – Ask Spread, *Journal of and Economic*, 58, pp.151 – 177.
- Halim, A., dan N. Hidayat, 2000, Studi Empiris Tentang Pengaruh Volume Perdagangan dan Rreturn Terhadap Bid – Ask Spread Saham Industri Rokok di Bursa Efek Jakarta Dengan Model Koreksi Kesalahan. *Journal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 1. No. 1. 69 – 85
- Hanafi, M. 1997. Informasi Laporan Keuangan: *Studi Kasus Pada Emiten BEJ*, Kelola Gadjah Mada University Busisess Review, No. 16/IV/1997. Yogyakarta.
- Harlendo, 2003. *Analisa Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Right Issue di Bursa Efek Jakarta* Tesis, Universitas Brawijaya, Malang
- Hartono, J. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua, Penerbit BPFE, Yogyakarta.
- Husnan, S., 2000. *Dasar – dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga AMP YPKN, Yogyakarta.
- Ichsan Setiyo Budi, 2003. *Pengaruh Right Issue Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Go Public Di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Vol.IX No. 2 September 2003.

- Jones, C. P., 1998. *Investment Analysis and Management, Sixth Edition*, Jhon Wiley & Sons, New York
- Kim, O., dan R. Verrechia, 1991, Trading Volume and Price Reaction to Public Announcement. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 302 – 321
- Kothare, Meeta 1997. *The Effect of Equity Issues on Ownership Structure and Stock Liquidity. A Comparasion of right and Public Offerings* . Journal of Financial economic vol. 43.
- MacKinlay, A. C., 1997. Event Studies in Economic and Finance, *Journal of Economic Literature*, Vol, XXXV, pp. 13 – 39.
- Mamduh, H. 1997. Informasi Laporan Keuangan: Studi Kasus Pada Emiten BEJ, Kelola, Vol. VI, No. 16, hal. 74 –87.
- Morse, D., 1981. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earning Announcement: A Closer Examination, *Journal of Accounting Researsh*, Vol. 19, No. 2, pp. 87 – 138.
- Mulatsih, L. R., 2001. *Analisa Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Right Issue di Bursa Efek Jakarta*, Tesis, Universitas Brawijaya, Malang.
- Puji Harto, 2001. Analisa Kinerja Perusahaan yang melakukan *Right Issue* di Indonesia, Simposium Nasional Akuntansi IV, hal. 307 – 322.
- Prima Yusi Sari, 2001. Analisa Kinerja Perusahaan yang melakukan *Right Issue* di Indonesia, Simposium Nasional Akuntansi IV, hal. 323 – 344.
- Sekaran, Uma, 1992, *Researsh Methods for Business: A Skill – Building Approach*, Second edition, Jhon Wiley & Sons, Inc.
- Sharpe, W., Alexander B. J. dan Bailey J. W., 1997. *Investasi*, edisi kelima, Jilid Pertama, Alih Bahasa Henry Njooliangtik, Agustiono, Prehallindo, Jakarta.
- Smith, W., dan R. L. Watts, 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Devidend and Compesation Policies. *Journal of Financial Economic* Vol. 32, pp. 236 – 292.
- Stoll, H. R., 1989. Inffering the Components of the Bid – Ask Spread: Theory and Emperical Test, *Journal of Finance*, 44. pp. 115 – 134.