

**ANALISIS REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PENGUMUMAN  
RIGHT ISSUE DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ)  
(PENGAMATAN TERHADAP RETURN, ABNORMAL RETURN,  
SECURITY RETURN VARIABILITY DAN TRADING VOLUME  
ACTIVITY)**

*Reactions of the Stock Market on the Right Issue in BEJ  
(Observations on return, abnormal return, security return variability and trading volume  
activities)*

LISTIANA SRI MULATSIH  
Mahasiswa Program Magister Manajemen, PPSUB

Ghozali Maskie dan M. Harry Susanto  
Dosen Jurusan Studi Pembangunan, FE UB

**ABSTRAK**

Penelitian ini dilakukan atas dasar pengamatan terhadap kondisi pasar modal Indonesia pada efisiensi bentuk setengah kuat, dimana pasar akan bereaksi terhadap suatu informasi (suatu pengumuman). Jika pengumuman mengandung informasi maka pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman diterima pasar. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah pasar modal bereaksi terhadap pengumuman *right issue*, dengan mengamati perilaku *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* di sekitar tanggal pengumuman (sebelum, saat, sesudah pengumuman).

Penelitian ini dilakukan dengan metode *event study* dengan pendekatan *market adjusted model*. Sampel penelitian adalah semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, yang mengeluarkan pengumuman *right issue* saja selama tahun 1999 (24 perusahaan). Uji statistik terhadap *return*, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* menggunakan uji *t*; *Paired Two Samples for Mean* pada periode sebelum, saat dan sesudah pengumuman *right issue*.

Hasil penelitian untuk *return* saham menunjukkan perbedaan yang signifikan hanya untuk sebelum dengan saat. Hal ini mengidentifikasi kemungkinan informasi *right issue* sudah terserap pada hari-hari sebelum pengumuman dipublikasikan. *Abnormal Return* dan *Security Return Variability* tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Sedangkan *Trading Volume Activity* menunjukkan perbedaan yang signifikan untuk periode pengamatan sebelum dengan saat dan sesudah dengan sebelum pengumuman. Berdasarkan hasil-hasil penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa pasar modal tidak bereaksi terhadap pengumuman *right issue*, sehingga efisiensi pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta) belum bisa dikategorikan dalam *semi strong form*.

Kata kunci: pasar modal, *right issue*, *return* saham, *abnormal return*, *security return variability*, *trading volume*.

### ABSTRACT

The research based on the analysis of the observation to the market condition in Indonesia about semi strong form efficiency in which market will react against an information. If the right issue contains information that the market react at the moment the right issue is published.

The aim of the research is to find out whether the stock exchange react to the right issue by observing the return, abnormal return, security return variability and trading volume activity at the time, before, and after of the publication.

The method of the research is using event study with market adjusted model approach. The research sampling are the 24 corporate that registered in BEJ in 1999.

Statistical test on return, abnormal return, security return variability and trading volume activity use t-test.

The result of the research shows the significant difference at the time and before the return is issued because the right issue has been heard before. There is no significant difference found in abnormal return and security return variability. However, the trading volume activity shows the difference for the period of observation before, at the time, and after publication of the right issue.

It brings the conclusion that the stock exchange doesn't react against the publication of the right issue so BEJ has not been categorized yet into the semi strong form.

Keywords: stock market, right issue, stock return, abnormal return, security return variability, trading volume.

### PENDAHULUAN

Seiring dengan perkembangan ekonomi, maka alternatif berinvestasi juga semakin berkembang. Kalau dahulu pilihan investasi berupa tanah, rumah, emas atau disimpan dalam bentuk tabungan atau deposito, kini masyarakat mempunyai alternatif tambahan yaitu investasi di pasar modal. Investasi di pasar modal merupakan investasi langsung dan investasi jangka panjang. Sekuritas yang diperjualbelikan di pasar modal adalah aktiva keuangan yang dapat berupa surat berharga yang berpendapatan tetap dan saham-saham. Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi untuk menarik penjual dan pembeli. Pasar modal disebut likuid jika penjual dapat menjual dan

membeli surat-surat berharga dengan cepat dan dikatakan efisien jika harga surat-surat berharga tersebut mencerminkan nilai perusahaan secara akurat.

Harga mencerminkan kesepakatan bersama antara semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai aktiva tersebut.

Suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Karena informasi akan mengakibatkan perubahan harga, sehingga *return* juga berubah, persepsi investor berubah dan pengambilan keputusan investasi juga berubah. Sedangkan reaksi atas suatu

informasi biasanya diteliti dengan studi peristiwa. Studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman, sehingga *event* studi ini bisa digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat, khususnya informasi audit formal.

Jika pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas tersebut. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* atau *abnormal return* sebagai akibat perubahan harga (Paterson 1989 dalam Hanafi 1997). Jika digunakan *abnormal return*, dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar dan sebaliknya jika tidak mengandung informasi, maka tidak memberikan *abnormal return* (Jogiyanto 1998).

Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*) adalah pasar jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada pada laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa informasi yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Informasi yang dipublikasikan ini merupakan informasi dalam bentuk pengumuman oleh perusahaan emiten. Informasi ini umumnya berhubungan dengan peristiwa yang terjadi di perusahaan emiten (*corporate event*). Contoh dari informasi yang dipublikasikan ini misalnya pengumuman laba, pengumuman pembagian *dividend*, pengembangan produk baru, pengumuman

*merger* dan akuisisi, pengumuman pergantian pemimpin perusahaan dan lain-lain. Dalam perkembangan berikutnya pengumuman *right issue* merupakan salah satu *corporate event*.

*Right issue* merupakan kebijakan perusahaan untuk menambah jumlah saham yang beredar. *Right issue* memberi hak kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru. Perusahaan mengeluarkan *right issue* di samping untuk menghemat biaya emisi, juga dimaksudkan untuk menambah jumlah lembar saham yang diperdagangkan. Diharapkan dengan penambahan jumlah lembar saham di bursa akan meningkatkan frekuensi perdagangan saham tersebut atau meningkatkan likuiditas saham (Hariyanto 1998).

Dengan kondisi perekonomian yang masuk era globalisasi diharapkan pasar modal makin menggairahkan dunia investasi. Penelitian-penelitian tentang pengujian pasar modal Indonesia pun dilakukan. Peristiwa-peristiwa yang dianggap mempengaruhi pasar modal baik secara ekonomi maupun non ekonomi pun diamati. Variabel-variabel pengamatan kian beragam, agar dapat diperoleh kondisi pasar modal Indonesia yang makin lengkap. Suryajaya (1998) meneliti reaksi pasar modal terhadap penyerbuan kantor salah satu partai politik 27 Juli 1998 yang menghasilkan kesimpulan pasar bereaksi negatif terhadap peristiwa tersebut, berarti pasar saham semakin peka terhadap informasi politik. Ubaidillah (1999) meneliti pengaruh peristiwa pengunduran diri Presiden Suharto terhadap *return* saham dan kesimpulannya tidak signifikan. Mamduh Hanafi (1998) meneliti tentang pengaruh pengumuman laporan keuangan dan kesimpulannya terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata aktivitas perdagangan saham sebelum dan sesudah peristiwa, tetapi tidak signifikan untuk *abnormal return* dan *security return variability*.

Masalah penelitian dirumuskan sbb: (1) apakah *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* sebelum pengumuman berbeda secara signifikan dengan pada hari pengumuman; (2) apakah *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* sesudah pengumuman berbeda secara signifikan dengan pada hari pengumuman; (3) apakah *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* sesudah pengumuman berbeda secara signifikan dengan sebelum pengumuman.

Tujuan penelitian adalah untuk (1) mengetahui apakah *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* sebelum pengumuman berbeda secara signifikan dengan pada hari pengumuman; (2) mengetahui apakah *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* sesudah pengumuman berbeda secara signifikan dengan pada hari pengumuman; (3) mengetahui apakah *return* saham, *abnormal return*, *security return variability* dan *trading volume activity* sesudah pengumuman berbeda secara signifikan dengan sebelum pengumuman.

### KERANGKA KONSEP

meneliti dengan menggunakan

Model pasar telah digunakan untuk menguji 696 sampel perusahaan yang melakukan *right issue* di New York Stock Exchange antara tahun 1926 dan 1966 (Scholes, 1972). Tingkat keuntungan *abnormal* (*abnormal return*) dalam bulan sebelum tanggal pengumuman rata-rata mencapai 0,3 persen dan satu bulan setelah tanggal pengumuman tidak ditemukan lagi adanya tingkat keuntungan *abnormal*. Juga ditemukan bahwa perilaku harga saham di

seputar hari pengumuman tidak tergantung pada besarnya *size* dari *right issue*.

Hasil yang konsisten dengan penelitian sebelumnya juga dilakukan oleh Ball, Brown, dan Finn yang diacu oleh Marsh (1979). Pengujian dilakukan terhadap 193 sampel perusahaan yang melakukan *right issue* di Australia antara tahun 1960 dan 1969. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *abnormal return* hanya mencapai 10% dalam periode satu tahun sebelum pengumuman *right issue* dan harga saham mengalami penurunan sebesar 0,9% dalam satu bulan setelah tanggal pengumuman dan setelah itu kembali terkoreksi ke posisi awal.

Investigasi pengaruh hari pengumuman penambahan saham baru terhadap harga dan volume perdagangan saham di New York Stocks Exchange, AMEX dan NASDAQ selama kurun waktu yang berbeda yaitu tahun 1980-1986 dan 1989-1991 dilakukan oleh Sheehan *et al.* (1997). Hasil temuan ini agak berbeda dengan hasil studi yang dilakukan sebelumnya yaitu bahwa harga saham justru menurun sebelum tanggal pengumuman dan terjadi peningkatan volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman. Penurunan harga saham dan peningkatan aktivitas perdagangan saham terjadi karena adanya aktivitas *short selling* yang dilakukan oleh investor sebelum hari pengumuman, yang memaksa *under writers* untuk menentukan harga penawaran yang lebih rendah (*under price*) terhadap penerbitan saham baru. Selain itu ditemukan juga bahwa penurunan harga saham tersebut berkaitan dengan kebocoran informasi yang keluar ke publik sebelum terjadinya pengumuman resmi penerbitan saham baru.

Masulis dan Korwar (1986) menemukan negatif *abnormal return* rata-rata 3,2 persen untuk perusahaan manufaktur dan hanya -0,5 persen untuk perusahaan non manufaktur dalam waktu satu minggu sebelum pengumuman *right*

*issue*.

Penelitian di Bursa Efek Jakarta dengan jumlah sampel 50 perusahaan yang melakukan *right issue* selama tahun 1994-1996 dilakukan oleh Budiyanto (1998). Hasil penelitian menunjukkan bahwa informasi *right issue* tidak mempunyai pengaruh terhadap *return* dan likuiditas saham selama periode pengamatan tahun 1994-1996.

Penelitian yang dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya membantu memperkaya variabel yang diteliti dan penurunan hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini. Selain itu juga kondisi pasar modal Indonesia yang belum jelas bentuk efisiensi pasarnya perlu dilakukan pengamatan yang tidak terbatas hanya pada *return* saham saja, sehingga memungkinkan menambah variabel pengamatan, misalnya aktivitas perdagangan saham (*trading volume activity*) dan *security return variability* (variabilitas tingkat keuntungan).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah:

- a. Variabel yang diamati tidak hanya *return* saham saja tetapi juga *abnormal return* saham, likuiditas saham (*trading volume activity*) dan variabilitas tingkat keuntungan (*security return variability*).
- b. Kondisi pasar modal Indonesia pada penelitian terdahulu adalah normal, tetapi penelitian ini kondisi pasar modal terpengaruh krisis ekonomi dan politik, dimana kondisi politik berpengaruh tidak signifikan

### **Efisiensi Pasar**

Efisiensi pasar didefinisikan sebagai hubungan antara harga-harga sekuritas dengan informasi (Beaver 1989). Selanjutnya definisi ini terbagi atas efisiensi pasar yang didasarkan pada lingkungan pasar yang statis (Beaver 1989), efisiensi pasar berdasarkan akurasi harga sekuritas

(Fama 1970) dan efisiensi pasar didasarkan pada distribusi informasi (Beaver 1989). Sedangkan efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik (Jones 1995) mempertimbangkan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris tersebut. Definisi ini menekankan pada kecepatan penyebaran informasi yang tidak simetris, sehingga efisiensi pasar terjadi jika penyebaran informasi dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetris, yaitu setiap orang memiliki informasi ini. Definisi efisiensi pasar menurut Jones (1995) adalah suatu pasar dimana harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut.

Berkaitan dengan efisiensi pasar, dikenal bentuk-bentuk efisiensi pasar. Bentuk efisiensi pasar dapat ditinjau dari efisiensi pasar secara informasi dan efisiensi pasar secara keputusan.

Efisiensi pasar secara informasi akan mencerna informasi yang diterima secara cepat karena informasi tersebut tidak perlu diolah lebih lanjut, tetapi hanya seberapa luas informasi tersebut tersedia di pasar. Seberapa canggih pasar mengolah informasi tersebut tidak dipertimbangkan.

Efisiensi secara keputusan, tersedianya informasi saja tidak menjamin pasar akan efisien, tetapi masih perlu mengolah informasi yang diterima. Pasar harus menginterpretasikan dan menganalisis informasi sebagai kabar baik atau kabar buruk. Untuk mengolah informasi pelaku pasar harus canggih (Jogiyanto 1998). Efisiensi pasar ini walaupun informasinya sudah tersedia untuk semua pelaku, tetapi bagi yang canggih mengolah informasi akan mendapat *abnormal return*.

### **Pengujian Efisiensi Pasar**

Pengujian efisiensi pasar dikelompokkan menjadi tiga kategori yang

dikaitkan dengan bentuk-bentuk efisiensi pasar (Fama 1970) yaitu pengujian bentuk lemah, bentuk setengah kuat (*event studies*), pengujian bentuk kuat.

#### Asimetri Informasi

Definisi efisiensi pasar yang didasarkan pada proses dinamik mempertimbangkan informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi. Asimetri informasi adalah informasi privat yang hanya dimiliki oleh investor-investor yang mendapat informasi saja. Kondisi ini menunjukkan sebagian investor mempunyai informasi dan sebagian yang lain tidak. Asimetri informasi dapat terjadi di pasar modal dan dapat merugikan emiten yang menawarkan sekuritas yang berkualitas. Hal ini menyebabkan emiten tersebut secara sukarela mengungkapkan semua informasi yang mereka miliki sehubungan dengan sekuritas tersebut untuk mengurangi asimetri informasi. Informasi privat disebarkan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan emiten. Proses penyebaran ini akan terjadi dengan cepat, sehingga penyebaran informasi tidak simetris dapat menjadi informasi simetris.

#### Teori Sinyal

Teori sinyal mempunyai asumsi utama bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, artinya manajemen umumnya mempunyai informasi yang lebih lengkap dan akurat dibanding investor tentang faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Jika manajemen tidak sepenuhnya menyampaikan seluruh informasi yang diperolehnya tentang semua hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal, sehingga jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka umumnya pasar akan bereaksi ter-

hadap informasi tersebut sebagai suatu sinyal.

#### Asimetri Informasi dan Volume Perdagangan

Total volume perdagangan suatu saham merupakan suatu penjumlahan dari setiap transaksi perdagangan yang dilakukan oleh para pelaku pasar. Beaver (1968) berpendapat bahwa proses penjumlahan ini mencerminkan adanya perbedaan pandangan (asimetri) di antara investor mengenai nilai suatu saham. Grossman dan Stiglitz (1980) berpendapat bahwa volume perdagangan terjadi karena adanya perbedaan pendapat di antara investor mengenai berapa nilai saham sesungguhnya.

Kenaikan volume perdagangan sebagai refleksi adanya perubahan rata-rata pendapat para investor mengenai nilai suatu saham (Kim dan Verrechia, 1991). Volume perdagangan akan semakin tinggi dengan semakin berubahnya pendapat para investor.

#### Sertifikat Bukti Right

Perusahaan menerbitkan *right* seringkali untuk menghemat biaya emisi dan menambah jumlah lembar saham yang diperdagangkan. Penambahan jumlah lembar saham di bursa akan meningkatkan frekuensi perdagangan saham atau meningkatkan likuiditas saham (Hariyanto 1998)

#### Hipotesis

Berdasarkan latar belakang dan perumusan masalah tersebut di atas, maka kerangka berpikir dan hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H<sub>1.1</sub> : *Return* saham sebelum pengumuman berbeda secara signifikan dengan *return* saham pada hari pengumuman *right issue*

H<sub>1.2</sub> : *Return* saham sesudah pengumuman berbeda secara signifikan dengan *return* saham pada hari

- pengumuman *right issue*
- H<sub>1.3</sub> : *Return* saham setelah tanggal pengumuman berbeda secara signifikan dengan *return* sebelum tanggal pengumuman.
- H<sub>2.1</sub> : *Abnormal return* saham sebelum pengumuman berbeda secara signifikan dengan *abnormal return* saham pada hari pengumuman *right issue*.
- H<sub>2.2</sub> : *Abnormal return* saham sesudah pengumuman berbeda secara signifikan dengan *abnormal return* saham pada hari pengumuman *right issue*.
- H<sub>2.3</sub> : *Abnormal return* saham sesudah tanggal pengumuman berbeda secara signifikan dengan *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman.
- H<sub>3.1</sub> : Aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan aktivitas volume perdagangan pada hari tanggal pengumuman.
- H<sub>3.2</sub> : Aktivitas volume perdagangan saham sesudah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan aktivitas volume perdagangan pada hari tanggal pengumuman.
- H<sub>3.3</sub> : Aktivitas volume perdagangan saham sesudah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman.
- H<sub>4.1</sub> : *Security return variability* sebelum tanggal pengumuman berbeda secara signifikan dengan *security return variability* pada hari pengumuman.
- H<sub>4.2</sub> : *Security return variability* sesudah tanggal pengumuman berbeda secara signifikan dengan *security return variability* pada hari pengumuman.
- H<sub>4.3</sub> : *Security return variability* sesudah pengumuman berbeda secara sig-

nifikan dengan sebelum pengumuman.

## METODE PENELITIAN

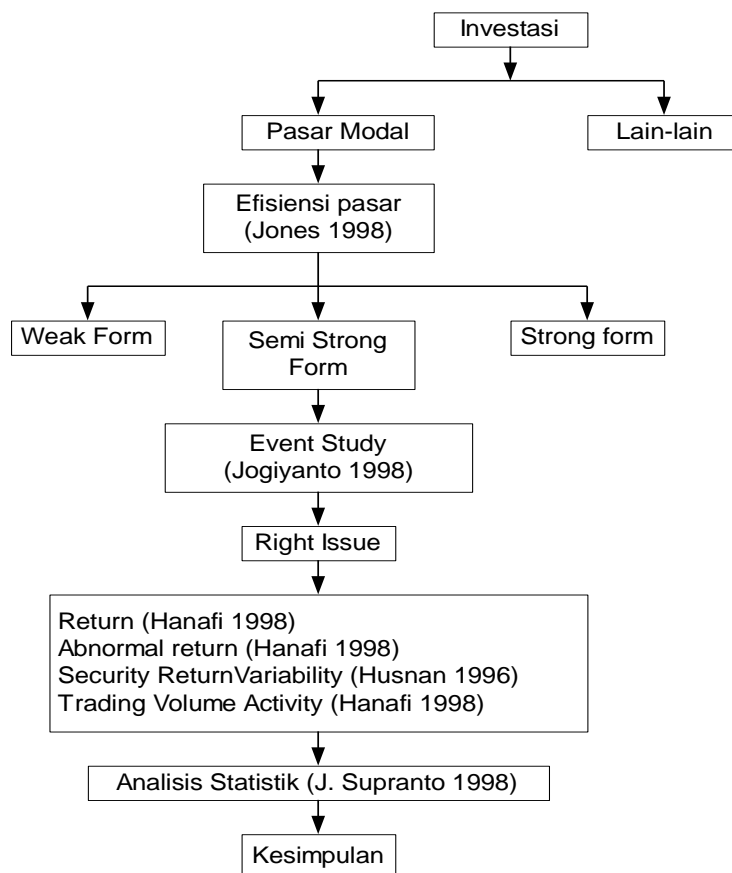
### Jenis Penelitian

Penelitian ini tergolong penelitian dengan metodologi studi peristiwa (*event study*). Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi suatu pengumuman. Jika suatu pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

### Populasi dan Penarikan sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Pertimbangan pemilihan tahun 1999 adalah kondisi ekonomi Indonesia yang masih belum menentu, tetapi lebih baik dibandingkan tahun 1997 dan 1998.

Cara pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu cara pemilihan yang memenuhi kriteria tertentu yang dikehendaki peneliti. Kriteria yang dikehendaki peneliti adalah perusahaan yang mengumumkan *right issue* saja, sehingga apabila perusahaan mengeluarkan pengumuman *right issue* dan dalam waktu yang bersamaan juga mengumumkan peristiwa yang lain, maka perusahaan tersebut dikeluarkan dari sampel. Dari 35 sampel yang mengumumkan *right issue* selama tahun 1999, terdapat 6 (enam) perusahaan yang juga mengeluarkan waran dan saham bonus serta 5 (lima) perusahaan mempunyai data tidak lengkap. Diperoleh 24 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel.



Keterangan  
 —————> Menunjukkan alur berpikir dalam penelitian

**Gambar 1. Kerangka Pikir**

**Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data**

Sumber data penelitian berasal dari sumber data sekunder, yaitu Indonesia Capital Market Directory, Fact Book 2000 dan Daftar Kurs Efek Harian 1999 yang dikeluarkan oleh BEJ.

**Definisi Variabel Penelitian**

- a. Pengumuman *Right issue*: Peristiwa yang dijadikan sebagai acuan penelitian ini adalah pernyataan resmi yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta tentang tanggal pengumuman *right issue* tanpa peristiwa yang lain.
- b. Periode Pengamatan: Periode pengamatan dilakukan selama 11 hari, yaitu 5 (lima) hari sebelum tanggal 1 (satu)



hari saat pengumuman dan 5 (lima) hari sesudah tanggal pengumuman.

- c. Harga Saham: *closing price* selama periode pengamatan.  
 d. *Return* saham: Merupakan hasil yang diperoleh dari investasi saham. *Return* saham dihitung dengan menggunakan rumusan:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana  $R_{it}$  = *return* saham individual  $i$  pada periode  $t$ ;  $P_t$  = harga saham individual  $i$  pada periode  $t$ ;  $P_{t-1}$  = harga saham individual  $i$  pada periode  $t-1$ .

- e. *Return* pasar

$$Rm_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana  $Rm_t$  = *Return* pasar pada periode  $t$ ;  $IHSG_t$  = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode  $t$ ;  $IHSG_{t-1}$  = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode  $t-1$ .

f. *Abnormal Return*: kelebihan *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal (*return* ekspektasi). Rumus perhitungan *abnormal return* dengan *market adjusted model* adalah:

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

dimana :  $AR_{it}$  = *Abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$ ;  $R_{it}$  = *Return* aktual saham  $i$  pada periode  $t$ ;  $E(R_{it})$  = *Return* yang diharapkan terhadap saham  $i$  pada periode  $t$ .

g. Rata-rata kumulatif *abnormal return* dihitung dengan rumus:

$$CAAR = \frac{\sum AR_{it}}{N}$$

h. Likuiditas saham dapat dihitung

dengan menggunakan aktivitas volume perdagangan. Rumus yang dipakai:

$$\bar{X}_{TVA} = \frac{\sum_{i=1}^N TVA_i}{N}$$

Sedangkan rumus TVA adalah :

$$TVA_{it} =$$

Saham perusahaan  $i$  yang diperdagangkan pada waktu  $t$   
 Saham perusahaan  $i$  yang beredar (listing) pada waktu  $t$

i. Variabilitas tingkat keuntungan  
 Variabilitas tingkat keuntungan dicari dengan rumusan:

$$SRV_{it} = \frac{AR_{it}^2}{\text{Varian}AR_{it}}$$

dimana :  $SRV_{it}$  = variabilitas tingkat keuntungan  $i$  pada periode  $t$ ;  $AR_{it}$  = *abnormal return* saham  $i$  pada periode  $t$ .

### Metode Analisis Data

Untuk menganalisis apakah pengumuman *right issue* memiliki kandungan informasi yang berpengaruh terhadap perilaku *return*, *abnormal return*, likuiditas saham dan variabilitas tingkat keuntungan di sekitar tanggal pengumuman maka digunakan teknik statistik parametrik dengan metode uji rata-rata dari dua kelompok sampel yang berpasangan (*paired two sample for means test*).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Tentang Return Saham

Rata-rata *return* saham sebelum pengumuman lebih tinggi daripada rata-rata *return* saham saat pengumuman dan setelah pengumuman mengalami kenaikan. Kemungkinan adalah bahwa pasar (investor) tidak menangkap sinyal ataupun juga tanda-tanda kebocoran informasi dari

orang dalam tentang rencana *right issue* dari masing-masing emiten, sehingga aktivitas pasar dalam kondisi stagnan atau tetap, tidak melebihi perdagangan normal. Kalau memang hal ini yang terjadi, sesuai dengan harapan bahwa tidak terjadi asimetri informasi, sehingga tidak ada investor yang memperoleh *abnormal return*.

Saat pengumuman *right issue*, ternyata rata-rata *return* saham turun. Penurunan ini wajar, karena harga penawaran saham baru lebih rendah dari harga pasar saham yang berlaku saat itu. Karena di samping peraturan yang berlaku di pasar modal Indonesia mengharuskan demikian (Hariyanto 1998), juga agar pemegang saham lama berminat untuk membeli saham baru tersebut. Dengan demikian kemakmuran pemegang saham lama juga tidak merosot dan juga menghindari kemerosotan harga pasca *right issue*. Apabila dikaitkan dengan teori sinyal, kemungkinan *right issue* memberi sinyal negatif kepada pasar, karena pasar belum mendapat informasi tentang penggunaan dana *right issue* tersebut. Sehingga banyak transaksi jual dibandingkan beli, agar mendapatkan keuntungan dalam waktu yang relatif singkat.

Rata-rata *return* setelah pengumuman *right issue* menunjukkan . Hasil ini bertentangan dengan teori bahwa secara teoritis harga akan turun setelah tanggal pengumuman. Kemungkinan *short selling* hanya dilakukan pada saat pengumuman *right issue* saja, karena setelah *right issue*, pasar menangkap sinyal positif dari penggunaan dana yang diperoleh.

Rata-rata *return* saham sebelum pengumuman +0,00912 ternyata setelah diamati per hari, mulai terjadi penurunan pada hari kedua sebelum pengumuman. Kemungkinan pada hari ini ada kebocoran informasi akan adanya *right issue* dan pasar meresponnya sebagai sinyal negatif. Penurunan mencapai angka tertinggi pada saat pengumuman. Pada hari ke-4 setelah

pengumuman *return* meningkat dengan tajam, tetapi hari kelima turun dengan drastis. Diindikasikan kemungkinan pemegang saham lama tertarik dan membeli sertifikat bukti *right*, sehingga pasar menangkapnya sebagai sinyal positif (keinginan kuat pemegang saham lama mempertahankan proporsi kepemilikan). Penurunan drastis pada hari kelima walaupun masih positif, menunjukkan tanggapan pasar tentang harapannya dari penggunaan dana hasil *right issue* tersebut, misalnya penggunaan dana hasil *right issue* memberikan  $NPV = 0$  (Hariyanto 1998).

Pengujian Hipotesis 1.1 menunjukkan ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return*, saham sebelum pengumuman dengan pada saat pengumuman *right issue*. Hasil ini menunjukkan kemungkinan informasi *right issue* sudah terserap lebih dulu pada hari-hari sebelum pengumuman sehingga pasar bereaksi dan tidak ada antisipasi yang tepat oleh sebagian besar pelaku pasar. Biasanya mereka yang mempunyai informasi akan menjual sahamnya untuk mendapatkan keuntungan dengan menjual dengan harga tinggi dan membeli kembali dengan harga yang rendah, untuk mendapatkan *capital gain*.

Pengujian hipotesis 1.2 menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* sesudah pengumuman dengan saat pengumuman. Kondisi ini menunjukkan pengumuman *Right Issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang mempengaruhi perilaku pasar. Walaupun terdapat penurunan sampai 3 hari setelah pengumuman, ternyata penurunan tersebut tidak signifikan. Kemungkinan penurunan ini disebabkan penyesuaian harga adana *right issue*.

Pengujian hipotesis 1.3 menunjukkan rata-rata *return* sesudah pengumuman tidak berbeda dengan rata-rata *return* sebelum pengumuman. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa informasi *right issue* tidak mengandung informasi atau sinyal

yang mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasinya, paling tidak dalam periode pengamatan.

#### **Analisis tentang *Abnormal Return Saham***

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

Rata-rata *abnormal return* sebelum pengumuman *right issue* adalah lebih tinggi dari saat pengumuman *right issue* dan juga lebih tinggi dibandingkan *abnormal return* sesudah pengumuman. Adanya *abnormal return* menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* mempunyai kandungan informasi. Sedangkan bila dikaitkan dengan efisiensi pasar bentuk setengah kuat bahwa jika tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dari informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, pasar harus bereaksi dengan cepat untuk menyerap *abnormal return* agar mencapai harga keseimbangan baru (Jogiyanto 1998).

Pengujian hipotesis 2.1 menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* pada saat pengumuman dengan sebelumnya. Demikian juga rata-rata *abnormal return* saat pengumuman dengan sesudah pengumuman menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hasil temuan ini memperkuat dugaan bahwa mungkin informasi *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan pasar tidak bereaksi atas pengumuman tersebut atau pasar sudah mengantisipasi sebelumnya, sehingga pada saat diumumkan, informasi tersebut sudah basi.

Pengujian terhadap rata-rata *ab-*

*normal return* sesudah dan sebelum pengumuman menghasilkan kesimpulan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sesudah dan sebelum pengumuman. Hasil ini memperkuat dugaan bahwa informasi *right issue* sudah lebih dahulu terantisipasi yang menyebabkan terjadi perbedaan preferensi investor, paling tidak dalam periode pengamatan yang sedikit, sehingga terjadi perubahan yang tidak banyak/tidak berarti.

#### **Analisis Tentang *Trading Volume Activity (TVA)***

Dengan menggunakan teknik analisis statistik parametrik dengan uji t ditemukan bahwa untuk seluruh sampel yang diteliti ternyata terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata TVA saat dan sebelum. Hal ini menunjukkan informasi *right issue* telah merubah persepsi investor tentang harga saham, yang mengakibatkan perubahan volume perdagangan. Persepsi investor yang berbeda menyebabkan asimetri informasi (Verechia 1991). Sedangkan rata-rata TVA sesudah pengumuman dengan pada saat pengumuman, menyimpulkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara TVA sesudah pengumuman dengan pada saat pengumuman. Hasil ini disebabkan karena informasi *right issue* sudah terantisipasi sebelumnya, sehingga informasi tersebut ditangkap investor sebagai informasi yang basi.

Pengujian terhadap rata-rata TVA sesudah pengumuman dengan sebelum pengumuman menunjukkan rata-rata TVA sesudah pengumuman berbeda secara signifikan dengan rata-rata TVA sebelum pengumuman.

Hasil analisis ini menunjukkan kemungkinan adanya kandungan informasi pengumuman *right issue*, yang mempengaruhi preferensi investor dalam pembuatan keputusan investasi, sehingga pasar bereaksi atas informasi tersebut, tercermin dari adanya perbedaan aktivitas

volume perdagangan. Hasil penemuan ini sama dengan hasil temuan Sheehan (1997) yang menemukan signifikansi volume perdagangan pada saat pengumuman dengan sebelum pengumuman tetapi signifikansi pada peningkatan aktivitas volume perdagangan, sedangkan hasil penelitian ini penurunan aktivitas volume perdagangan. Signifikansi TVA sebelum pengumuman hasil penelitian ini kemungkinan adanya kebocoran informasi yang dimiliki sejumlah investor, yang kemudian melakukan aktivitas *short selling*. Signifikansi sesudah pengumuman kemungkinan informasi telah terserap oleh publik (informasi asimetris berubah menjadi informasi simetris), sehingga TVA mendatar, karena pengaruh penyesuaian harga akibat *right issue*.

Penelitian pendahuluan untuk *event* yang berbeda, kebanyakan memberikan hasil signifikan untuk *trading volume activity* baik *event* ekonomi maupun non ekonomi, misalnya Subagyo (2000) signifikan karena peristiwa politik 1999, Ismail Said (1999) atas pengumuman laporan keuangan, Budiyanto (1998) TVA menurun walau tidak signifikan dan kondisi pasar modal normal. Hal ini kemungkinan disebabkan pasar modal Indonesia mempunyai kapitalisasi pasar yang rendah (*thin market*), saham masih banyak dikuasai pemodal asing dan kepemilikan publik yang masih kecil (Budiyanto 1998).

#### **Analisis Tentang Security Return Variability (SRV)**

Rata-rata variabilitas tingkat keuntungan sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman lebih rendah dari sebelum pengumuman.

Dengan demikian  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Kesimpulan dari pengujian ini adalah bahwa tidak ada perbedaan antara variabilitas *return* saham pada saat pengumuman *right issue* dengan variabilitas *return* saham pada hari-hari

sebelum pengumuman *right issue*, walaupun secara rata-rata nilai SRV saat pengumuman lebih tinggi dari sebelum pengumuman.

Temuan ini memunculkan dugaan bahwa informasi pengumuman *right issue* tidak memiliki kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perubahan pada distribusi *return* saham.

Kesimpulan dari pengujian 4.2 adalah bahwa tidak ada perbedaan antara variabilitas *return* saham pada saat pengumuman *right issue* dengan variabilitas *return* saham pada hari-hari setelah pengumuman *right issue*. Temuan dalam pengujian ini menyimpulkan bahwa variabilitas *return* saham pada saat pengumuman *right issue* dengan setelah pengumuman tidak terdapat perbedaan, walaupun secara rata-rata nilai SRV pada saat pengumuman lebih tinggi dibandingkan dengan saat pengumuman. Hal ini memperkuat dugaan bahwa mungkin informasi pengumuman *right issue* tidak memiliki kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perubahan pada distribusi *return* saham. Kemungkinan pasar secara keseluruhan tidak mengantisipasi pengumuman *right issue*.

Pengujian terhadap perbedaan rata-rata SRV sesudah pengumuman dengan sebelum pengumuman menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan antara variabilitas *return* saham pada hari-hari sebelum pengumuman *right issue* dengan hari-hari setelah pengumuman *right issue*, walaupun secara rata-rata nilai SRV pada hari-hari sebelum pengumuman lebih rendah dari rata-rata nilai SRV pada hari-hari setelah pengumuman. Hasil ini memperkuat dugaan bahwa pengumuman *right issue* kemungkinan tidak mempunyai kandungan informasi yang menyebabkan perubahan pada distribusi *return* saham. Hal ini juga dimungkinkan bahwa terdapat informasi asimetris yang tersebar pada investor, sehingga menimbulkan ekspektasi

yang tidak sama diantara investor dan akhirnya investor bertindak spekulatif. Investor kemungkinan mengharapkan memperoleh *gain* atas sekuritas yang dipegangnya. Hal ini menunjukkan adanya informasi asimetris yang menandakan bahwa pasar tidak efisien.

#### **Implikasi Analisis Hasil Penelitian**

Implikasi hasil analisis penelitian didasarkan pada teori-teori yang relevan dengan pengumuman *right issue* seperti yang telah dijelaskan di muka. Pada *event study* khususnya pengujian kandungan informasi dari suatu pengumuman dimaksudkan untuk melihat reaksi suatu pengumuman. Demikian juga dengan *event study* tentang pengumuman *right issue* jika informasi *right issue* mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi preferensi investor dalam pengambilan keputusan investasi maka mestinya terdapat perbedaan dalam harga saham aktivitas perdagangan saham dan distribusi *return* saham sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman. Perbedaan tersebut mencerminkan adanya asimetri informasi di antara investor terhadap adanya informasi tersebut. Jika kandungan informasi *right issue* direspon negatif, maka akan mengakibatkan perbedaan harga/*return* saham dan aktivitas perdagangan sebelum dan sesudah yang menunjukkan perbedaan negatif dan jika informasi *right issue* direspon positif maka mengakibatkan perbedaan harga/*return* saham dan aktivitas perdagangan yang menunjukkan perbedaan positif. Hasil penelitian empiris sebelumnya (Sant dan Ferris, 1994, Masulis dan Karwar, 1986 dan Myers dan Majhaf, 1984) ditemukan bahwa pengumuman *right issue* direspon secara negatif.

Hasil penelitian ini menemukan informasi *right issue* di Bursa Efek Jakarta untuk tahun pengamatan 1999 tidak memiliki kandungan informasi yang cukup

mengakibatkan terjadinya perbedaan dalam preferensi investor yang dicerminkan dalam perubahan harga saham, *abnormal return*, aktivitas perdagangan saham dan variabilitas *return* saham. Hasil analisis statistik menunjukkan bahwa sebagian besar menunjukkan tidak signifikan kecuali untuk *return* sebelum pengumuman dibandingkan dengan saat pengumuman dan aktivitas volume perdagangan saham sebelum dengan saat pengumuman dan sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman. Pengujian pengumuman *right issue* ini tidak memiliki kandungan informasi yang berarti. Karena tidak terdapat perbedaan yang signifikan harga/*return* saham, *abnormal return*, aktivitas volume perdagangan dan diduga bahwa penurunan harga saham setelah *right issue* hanya disebabkan oleh faktor penyesuaian harga saham karena adanya *right issue*, dan bukan karena pengumuman *right issue* mempunyai kandungan informasi tertentu yang mampu mengubah preferensi investor.

Asumsi tentang *short selling* bahwa harga saham akan turun dengan segera sebelum hari pengumuman, karena investor yang membuat spekulasi berusaha menaikkan penjualan saham secara besar-besaran. Karena persepsi mereka bahwa harga saham setelah pengumuman akan turun, sehingga membuat harga turun sebelum pengumuman. Hasil ini ditunjukkan dengan hasil yang signifikan untuk *return* saham sebelum pengumuman dan *trading volume activity* sebelum pengumuman, perbandingan sebelum dan sesudah pengumuman.

Hasil penelitian Sheehan (1997) menemukan bukti bahwa harga saham menurun sebelum hari pengumuman dan pada hari pengumuman, setelah itu menunjukkan kenaikan. Volume perdagangan saham meningkat mulai satu hari sebelum pengumuman dan meningkat tajam pada hari pengumuman. Hal ini

mengindikasikan adanya perbedaan perilaku investor di sekitar pengumuman yang dicerminkan adanya perbedaan secara signifikan rata-rata volume perdagangan saham sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman.

Hasil analisis penelitian ini secara statistik terdapat perbedaan secara signifikan untuk penurunan harga saham sebelum pengumuman tetapi sesudahnya tidak berbeda secara signifikan, sedangkan *trading volume activity* ditemukan adanya perbedaan yang signifikan sebelum pengumuman dengan saat pengumuman dan sebelum pengumuman dengan sesudah pengumuman. Tetapi secara keseluruhan, pasar modal Indonesia tidak bereaksi terhadap pengumuman *right issue*.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

- a. Dari 24 sampel perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999 ditemukan bahwa untuk semua sampel yang diamati ternyata terdapat perbedaan *return* saham sebelum pengumuman dengan saat pengumuman tetapi tidak terdapat perbedaan untuk periode pengamatan sesudah pengumuman dengan sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman dengan saat pengumuman. Temuan ini mengindikasikan bahwa kemungkinan informasi *right issue* sudah terserap pada hari-hari sebelum pengumuman, sehingga terjadi perubahan *return* yang signifikan sebelum hari pengumuman atau mungkin sebelum informasi tersebut dipublikasikan, investor sudah melakukan reaksi (yang tidak tepat) lebih dulu dengan jalan melakukan *short selling* karena persepsi investor akan turunnya harga setelah *right issue*.
- b. Pengujian terhadap *abnormal return* ditemukan bahwa *abnormal return* pada hari-hari sesudah dan sebelum pengumuman tidak berbeda secara signifikan dengan rata-rata *abnormal return* pada saat pengumuman. Demikian juga hasil pengujian rata-rata *abnormal return* pada hari-hari sesudah pengumuman tidak berbeda secara signifikan dengan hari-hari sebelum pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa pasar secara keseluruhan telah mengantisipasi informasi baru yang masuk ke pasar. Informasi yang dipublikasikan belum sampai mempengaruhi harga saham keseluruhan. Tidak adanya signifikansi hasil penelitian terhadap *abnormal return* menunjukkan bahwa kemungkinan adanya perubahan *abnormal return* karena adanya penyesuaian harga karena *right issue*.
- c. Pengujian terhadap *security return variability* ditemukan bahwa dari seluruh sampel yang diteliti ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata SRV pada saat pengumuman dengan hari-hari sesudah dan sebelum pengumuman serta tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata SRV sesudah pengumuman dan sebelum pengumuman. Kemungkinan informasi *right issue* tidak terantisipasi oleh sebagian besar pelaku pasar, sehingga terjadi perubahan. Hal ini menunjukkan bahwa kemungkinan terdapat asimetri informasi yang tersebar di kalangan investor, sehingga persepsi yang dimiliki investor menimbulkan ekspektasi yang tidak sama di antara investor dan menciptakan kondisi spekulasi.
- d. Pengujian terhadap *trading volume activity* ditemukan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan untuk TVA pada hari-hari sebelum pengumuman dan pada saat pengumuman dan TVA

pada hari-hari sesudah pengumuman dengan sebelum pengumuman, tetapi tidak signifikan untuk TVA saat pengumuman dengan sesudah pengumuman. Hasil ini menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* berpengaruh terhadap kenaikan likuiditas saham perusahaan yang melakukan *right issue*. Hal ini sesuai dengan tujuan melakukan *right issue* yaitu dengan *right issue*, likuiditas saham meningkat, karena jumlah lembar saham yang diperdagangkan semakin banyak.

#### Saran-saran

Saran dari penelitian ini adalah bahwa sampel penelitian hanya difokuskan pada emiten yang mempublikasikan pengumuman *right issue*, tidak diuraikan pada sampel yang lebih rinci, misalnya berdasarkan industri. Kemungkinan akan memberikan hasil yang tidak sama, karena penggunaan dana *right issue* yang tidak sama.

Model penghitungan *abnormal return*, yang biasa dipakai dalam penelitian *event studies*, ada beberapa model. Penelitian selanjutnya bisa menggunakan model lain selain *market adjusted model*, misalnya *mean adjusted model* atau *market model*.

Penelitian *event study* untuk pengujian efisiensi pasar memberikan hasil yang kebanyakan tidak signifikan. Artinya informasi yang dipublikasikan tidak mempunyai kandungan informasi. Dalam rangka mewujudkan pasar modal yang menggairahkan hendaknya pihak-pihak yang terkait dengan pasar memberikan perhatian agar tercipta pasar modal yang efisien. Misalnya BAPEPAM, lembaga yang bertanggung jawab atas pasar modal memberikan peraturan yang tegas, tentang keharusan mempublikasikan informasi dengan transparan, agar tidak terjadi asimetri informasi.

Karena BAPEPAM berfungsi sebagai

pembuat regulasi (*regulator*), untuk melindungi investor dari praktek-praktek tidak sehat di pasar saham, sehingga pasar perlu diregulasi untuk kepentingan publik. Jika pasar saham tidak diatur dan diawasi, niscaya kepercayaan masyarakat terhadap pasar saham akan luntur. Akibatnya publik tidak lagi percaya dengan pasar saham, sehingga tujuan semula dari pasar saham sebagai sarana alokasi dana yang efisien tidak akan tercapai.

Bagi konsultan keuangan, hendaklah meningkatkan kemampuan dan profesionalismenya sebagai pialang di pasar modal. Investor adalah individual yang lugas (*naive investor*) dan tidak canggih (*unsophisticated investor*) (Jogiyanto 1998). Untuk pasar yang tidak efisien, masih banyak investor yang bereaksi terhadap informasi secara lugas, karena mempunyai kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Karena tidak canggih, maka seringkali investor tersebut melakukan keputusan yang salah yang akibatnya sekuritas tersebut dinilai secara tidak tepat.

Meningkatkan sosialisasi pasar modal di masyarakat dengan cara memberikan informasi umum pasar modal, seperti pelatihan-pelatihan profesi di pasar modal, simulasi perdagangan yang terdapat di Bursa Efek Jakarta bagi mahasiswa, agar keberadaan pasar modal segera dimasyarakatkan.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Asquith, P., and David W. Mullins. (1986) "Equity Issue and Offering Dilution". *Journal of Financial Economics (JFE)*. Vol.15.
- Barclay, Michael J and Robert H. Litzenberger. 1988. "Announcements Effects of New Equity Issue and the Use of Intraday Prices".

- Journal of Financial Economics (JFE). Vol.4.
- Gitman, Lawrence J. 1991. Principles of Managerial Finance. 6<sup>th</sup> edition. Haper Collins Publishers.
- Hariato, Farid dan Siswanto Sudomo. 1998. Perangkat dan Teknik Analisis Investasi. PT. Bursa Efek Jakarta.
- Husnan. 1997. Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan, Kelola, No.16/VI.
- Johnes P, Charles. 1997. Investment. John Willey and Sons. New York Chichesten Weinheim Brisbane Toronto, Singapore.
- Khotare, M. 1997. The Effects of Equity Issue on Ownership Structure and Stock Liquity : A Comparison of Right and Public Offerings“. Journal of Financial Economics (JFE), Vol.1.
- Current Research Methodologis in Accounting.
- Marsh, P. 1979. Equity Right Issue and The Efficiency of UK Stock Market. Journal of Finance (JF). September.
- Ross, Stepher A., Rabdolph W. Westerfield, Beadford D. Jordan. 1993. Fundamental of Corporate Finance. 4<sup>th</sup> Edition. Irwin, Boston
- Suwandi, Titin. 1997. Kinerja Bursa Efek Jakarta 1988-1996, Kelola, No. 14/VI.
- Tjager, I Nyoman. 1998. Law Enforcement dalam Rangka Perlindungan di Pasar Modal. Makalah Lokakarya Peningkatan Kemitraan Pelaku Pasar Modal dengan Media. PT. BEJ, Jakarta.
- Weston, J. Fred, Thomas E. Copeland. (1992) Managerial Finance. 9<sup>th</sup> Edition. Dryden, Chichago.

Lev, Barich and Ohison, James A. 1982. Market Based Empirical Re-search in Accounting: A Review, Interpretation, and Extention”.