

BAB IV

ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN SEO TERHADAP

IMBAL HASIL DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM BERDASARKAN

TINGKAT RISIKO *FINANCIAL DISTRESS*

A. Pemilihan Sampel

Penelitian ini mengambil sampel-sampel perusahaan manufaktur tercatat yang melakukan pengumuman penerbitan saham tambahan pada periode 2001 hingga 2007, baik yang menggunakan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) maupun yang tanpa HMETD. Penelitian ini memiliki empat kelompok sampel yang ditampilkan untuk analisis data dan pembahasan mengenai hasil penelitiannya, yaitu kelompok sampel bertingkat risiko *financial distress* tinggi, tingkat risiko sedang, tingkat risiko rendah, dan kelompok sampel total. Hal ini dilakukan untuk melihat pengaruh dari perbedaan tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten pada tahun sebelum pengumuman terhadap imbal hasil saham dan volume perdagangan saham emiten.

Dari 170 emiten perusahaan sektor manufaktur, terdapat 46 emiten yang melakukan pengumuman penerbitan saham tambahan selama periode penelitian. Namun sebanyak 21 emiten dikeluarkan dari sampel karena selama periode estimasi dan periode *event* terdapat *illiquidity* perdagangan, *corporate action* lainnya, serta tidak terdapatnya data pengumuman resmi yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia. Adapun tanggal pengumuman diperoleh dari JSX Statistics 2001-2007 dan surat pengumuman berkode KI, ITH, dan RI diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Jakarta. Dari 25 emiten yang menjadi sampel penelitian, terdapat 3 emiten yang melakukan pengumuman penerbitan saham

tambahan sebanyak dua kali selama periode penelitian. Sehingga total sampel penelitian adalah sebanyak 28 sampel.

Setelah mengetahui sampel penelitian, tahapan selanjutnya adalah mengukur tingkat risiko *financial distress* dengan menggunakan model prediksi kebangkrutan oleh Altman (1968). Dengan data-data kuantitatif dari laporan keuangan publikasi Bursa Efek Jakarta, data-data tersebut diolah dengan menggunakan software Microsoft Excel 2003.

A.1 Kelompok Sampel Emiten Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah

Jika z score sampel memiliki nilai lebih besar daripada 2,99, maka sampel tersebut tergolong dalam kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* rendah. Dari 28 sampel, hanya terdapat 5 sampel yang memiliki tingkat risiko *financial distress* yang rendah pada tahun buku sebelum pengumuman SEO dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia. Kelima sampel tersebut adalah sampel yang menerbitkan saham tambahan dengan menggunakan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD).

Tabel IV.1
Sampel Emiten Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah

No	Kode	Nama Emiten	No Surat Peng	Tgl Peng	Z Score
1	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia	07/BEJ-PSR/IPR/05-2007	30-May-07	3.251075688
2	AKRA	Aneka Kimia Raya	06/BEJ-PSJ/RI/09-2004	24-Sep-04	4.496733201
3	DOID	Delta Dunia Petroindo	06/BEJ-PSR/RI/07-2004	7-Jun-04	3.749761313
4	RMBA	Bentoel Indonesia	01/BEJ-PEM/RI/01-2002	2-Jan-02	3.572575954
5	TCID	Mandom Indonesia	001/BEJ-PSR/RI/01-2006	27-Jan-06	8.278317454

Sumber: Data Olahan Peneliti

A.2 Kelompok Sampel Emiten Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang

Jika z score sampel memiliki nilai di antara 1,81 hingga 2,99 maka sampel tersebut tergolong dalam tingkat risiko *financial distress* sedang karena menurut

Altman perusahaan tersebut berada dalam zona abu-abu. Terdapat 3 emiten yang memiliki tingkat risiko *financial distress* sedang berdasarkan laporan keuangan sampel pada periode sebelum BEJ mengeluarkan surat pengumuman penerbitan saham tambahan. Ketiga sampel tersebut juga merupakan sampel yang melakukan *right issue*.

Tabel IV.2
Sampel Emiten Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang

No	Kode	Nama Emiten	No Surat Peng	Tgl Peng	Z Score
1	IIKP	Inti Kapuas Arowana	09/BEJ-PSR/RI/12-2005	28-Dec-05	2.934580994
2	BUDI	Budi Acid Jaya	006/BEJ-PSR/RI/06-2007	29-Jun-07	1.813060570
3	ULTJ	Ultra Jaya Milk	02/BEJ-PSR/RI/03-2004	12-Mar-04	1.953712287

Sumber: Data Olahan Peneliti

A.3 Kelompok Sampel Emiten Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi

Sampel emiten yang memiliki tingkat risiko *financial distress* tinggi atau memiliki Z score lebih kecil dari 1,81 merupakan kelompok berdasarkan tingkat risiko dengan jumlah sampel terbesar dalam penelitian ini. Z score lebih kecil daripada 1,81 diartikan Altman sebagai perusahaan yang akan mengalami *financial distress* dalam 1 tahun dan untuk mengatasinya diperlukan restrukturisasi keuangan. Seluruh sampel ini tidak ada yang mengalami kebangkrutan dan hingga penelitian ini dilaksanakan masih tercatat di Bursa Efek Indonesia. Hal ini membuktikan bahwa emiten melakukan penerbitan saham sebagai salah satu cara untuk mengatasi *distress* pada kondisi keuangan.⁵²

Terdapat 20 sampel yang tergolong dalam kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi. 10 sampel melakukan penawaran saham tambahan dengan HMETD, sedangkan 10 sampel lainnya melakukan dengan

⁵² Walaupun tidak melakukan uji terhadap kekuatan hubungan *financial distress* terhadap penerbitan saham, namun dari laporan keuangan audit emiten yang diobservasi terlihat bahwa kondisi keuangan membaik setelah memperoleh penguatan ekuitas dari aktivitas penerbitan saham.

tanpa HMETD. Banyaknya jumlah sampel penelitian yang tergolong pada kelompok tingkat risiko *financial distress* tinggi, menandakan bahwa banyak emiten di Indonesia yang melakukan restrukturisasi keuangan dengan cara menerbitkan saham tambahan. Berikut adalah sampel penelitian pada kelompok sampel tingkat risiko *financial distress* tinggi.

Tabel IV.3
Sampel Emiten Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi

No	Kode	Nama Emiten	No Surat Peng	Tgl Peng	Z Score
1	IIKP	Inti Kapuas Arowana	01/BEJ-PSR/RI/03-2005	28-Mar-05	0.909247561
2	ARNA	Arwana Citramulia	12/BEJ-PEM/RI/11-2002	4-Nov-02	1.007149634
3	IKAI	Intikeramik Alamasri Industri	2902/BEJ-PEM/KI/07-2002	8-Jul-02	(0.495766964)
4	PICO	Pelangi Indah Canindo	1082/BEJ-PSR/KI/09-2003	22-Dec-03	(2.188666983)
5	TRST	Trias Sentosa	03/BEJ-PSR/RI/11-2003	14-Nov-03	1.578355644
6	BRPT	Barito Pacific	NA*	27-Aug-03	(0.940503205)
7	SULI	Sumalindo Lestari Jaya	NA*	28-Dec-04	(2.171015158)
8	SULI	Sumalindo Lestari Jaya	002/BEJ-PSR/RI/06-2006	28-Jun-06	(0.048247686)
9	SPMA	Suparma	008/BEJ-PSR/ITH/07-2007	16-Jul-07	0.933552357
10	SAIP	Surabaya Agung Industri Pulp&Paper	001/BEI-PSR/ITH/12-2007	6-Dec-07	(3.512568248)
11	ASII	Astra Internasional	14/BEJ-PEM/RI/12-2002	23-Dec-02	1.480568768
12	GJTL	Gajah Tunggal	011/BEJ-PSR/RI/11-2007	26-Nov-07	1.381243423
13	MASA	Multistrada Arah Sarana	003/BEJ-PSR/RI/05-2007	23-May-07	1.162886359
14	RICY	Ricky Putra Globalindo	04/BEJ-PSR/RI/06-2004	29-Jun-04	0.161229136
15	KBLI	GT Kabel Indonesia	002/BEJ-PSR/ITH/11-2006	22-Nov-06	1.336551832
16	ASIA	Asia Grain International	194/BEJ-EEM/04-2002	29-Apr-02	(8.200440480)
17	ADES	Ades Waters Indonesia	03/BEJ-PSR/RI/05-2004	14-May-04	0.824494528
18	ADES	Ades Waters Indonesia	012/BEJ-PSR/RI/11-2007	27-Nov-07	(5.205383514)
19	VOKS	Voksel Electric	001/BEJ-PSR/IKH/02-2006	21-Feb-06	1.5822003102
20	KDSI	Kedawung Setia Industrial	001/BEJ-PSR/ITH/03-2007	2-Mar-07	0.5014837517

*) Surat pengumuman tidak tersedia di www.jsx.co.id namun tanggal pengumuman diperoleh dari JSX Statistics
Sumber: Data Olahan Peneliti

A.4 Kelompok Sampel Emiten Total

Dalam kelompok ini, seluruh sampel di analisis secara terintegrasi tanpa memerhatikan risiko *financial distress* yang dimiliki masing-masing sampel. Hal ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada perbedaan dari kelompok sampel lainnya. Dari seluruh sampel, tingkat risiko *financial distress* memiliki rata-rata

(mean) sebesar 2,129439674. Hal ini mengartikan bahwa secara keseluruhan semua sampel rata-rata tidak akan mengalami distress dalam jangka 1 tahun. Namun rentang skor risiko Z berada pada -8.200440480 hingga 8.278317454.

Dari proposisi masing-masing kelompok sampel, terbukti bahwa *static tradeoff theory* terjadi di Bursa Efek Indonesia. Terbukti dari jumlah sampel yang tergolong dalam kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi memiliki jumlah terbesar, yaitu 20 sampel atau sebesar 71,43% dari seluruh sampel penelitian. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian McLaughlin, Safieddine, dan Vasudevan (1996) yang menyatakan "*The high-leverage firms seek to avoid higher cost of financial distress. These firms have a greater tendency to issue equity.*"⁵³

⁵³ Mc Laughlin, Safieddine, dan Vasudevan, The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow Theory and Post Issue Performance, Journal of Financial Management Vol. 25, 1996, 52

B. Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham

Imbal hasil abnormal saham diperoleh dari selisih imbal hasil aktual dan imbal hasil yang diharapkan. Dengan menggunakan periode estimasi selama 40 hari sebelum periode *event*, peneliti memperoleh model untuk memperhitungkan *actual return* saham untuk masing-masing sampel dengan menggunakan *software* Eviews 4.1. Setelah mendapatkan rata-rata imbal hasil abnormal saham pada periode *t*, peneliti menghitung kumulasi dari rata-rata imbal hasil abnormal saham untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan antara sebelum dan sesudah pengumuman pada tingkat signifikansi tertentu. Pengelompokan berdasarkan tingkat risiko pun dilakukan untuk mengetahui dampak dari pengumuman yang spesifik bagi setiap kelompok sampel.

Imbal hasil abnormal adalah proksi dari kesejahteraan penanam modal yang sifatnya baku untuk diperbandingkan antar emiten. Dari 28 sampel penerbitan saham tambahan, seluruhnya bereaksi terhadap pengumuman dan sebanyak 18 emiten bereaksi secara negatif pada hari pengumuman. Penurunan harga terbesar dialami oleh DOID atau Delta Dunia Petroindo, yang pada tanggal 7 Juni 2004 mengalami *abnormal return* sebesar -16,66% atas pengumuman penerbitan saham tambahan dengan HMETD yang dilakukannya. DOID tergabung pada kelompok sampel tingkat risiko *financial distress* rendah.

Kontras dengan DOID, IIKP atau Inti Kapuas Arowana yang melakukan penerbitan pengumuman saham tambahan dengan HMETD pada tanggal 28 Maret 2005 mengalami *abnormal return* +21,79%. IIKP tergabung dalam kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi. Pada tahun yang sama, IIKP kembali melakukan pengumuman penerbitan saham tambahan

dengan HMETD, perbedaannya adalah kali ini IIKP tergabung dalam kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* sedang dan reaksi *investor* terhadap pengumuman tersebut adalah -0,16%.

Analisis yang dapat dilakukan terhadap data individual ini adalah *investor* bereaksi lebih positif terhadap emiten yang melakukan penerbitan saham tambahan dalam rangka restrukturisasi keuangan. Hal ini sesuai dengan hipotesis pengelompokan reaksi *investor* terhadap penerbitan saham tambahan berdasarkan teori-teori yang berkembang terhadap aksi korporasi tersebut yang dilakukan oleh Paul Asquith dan David W. Mullins, Jr. (1986). Dalam jurnal "*Equity Issues and Offering Dillution*", reaksi positif *investor* terhadap *seasoned equity offering* diartikan sebagai informasi positif atas peluang investasi perusahaan atau peningkatan nilai perusahaan dengan mengantisipasi biaya atas timbulnya *financial distress* atau *agency cost*.⁵⁴

B.1 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Kelompok Tingkat *Financial Distress* Rendah

Untuk menganalisis reaksi *investor* terhadap aksi penerbitan saham tambahan, peneliti mengelompokkan sampel berdasarkan tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten sebelum pengumuman SEO dilakukan. Analisis terhadap data berkelompok ini menggunakan proksi *Cumulative Average Abnormal Return* selama periode *event*, yaitu 20 hari sebelum pengumuman hingga 20 hari sesudah pengumuman. Uji t dilakukan untuk melihat signifikansi perbedaan imbal hasil abnormal pada tingkat kesalahan 1%, 5%, dan 10%.

⁵⁴ Paul Asquith dan David W. Mullins, *Loc.Cit.*, 64.

Tabel IV.4
AAR Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah

DAY	AAR	CAAR	t(AAR)	Sig	+	-
t-20	0.24602	0.24602	1.11065	0.32898	4	1
t-19	-0.10243	0.14359	-1.34567	0.24962	1	4
t-18	0.28832	0.43191	0.99402	0.37648	3	2
t-17	0.03721	0.46912	1.0187	0.36595	2	3
t-16	-0.06229	0.40683	-1.22809	0.28673	0	5
t-15	0.11852	0.52535	1.04883	0.35345	3	2
t-14	0.03481	0.56016	0.58742	0.58848	2	3
t-13	0.18598	0.74614	0.97738	0.38372	3	2
t-12	0.01892	0.76506	0.65395	0.54883	3	2
t-11	-0.06406	0.701	-1.27948	0.2699	1	4
t-10	-0.0094	0.6916	-0.28764	0.78791	2	3
t-9	-0.11465	0.57694	-1.11113	0.3288	1	4
t-8	0.11542	0.69236	0.91155	0.41357	2	3
t-7	0.15176	0.84412	0.86479	0.43593	2	3
t-6	-0.04056	0.80357	-0.3023	0.77749	1	4
t-5	-0.02762	0.77595	-1.42656	0.22686	0	5
t-4	0.11084	0.88679	0.98049	0.38236	2	3
t-3	-0.05723	0.82956	-1.12248	0.32448	1	4
t-2	0.19119	1.02074	1.07163	0.34424	4	1
t-1	-0.0081	1.01264	-0.30461	0.77585	2	3
t-0	-0.03676	0.97588	-1.09831	0.33374	2	3
t+1	-0.0786	0.89728	-1.04816	0.35372	2	3
t+2	-0.04104	0.85624	-1.34033	0.2512	1	4
t+3	0.04465	0.90089	0.85669	0.43991	1	4
t+4	-0.02833	0.87256	-2.02329	0.11307	0	5
t+5	-0.06954	0.80302	-0.62914	0.5634	2	3
t+6	-0.06788	0.73514	-2.63096***	0.05813	0	5
t+7	0.0105	0.74564	0.49569	0.64611	2	3
t+8	0.0196	0.76524	1.32288	0.25643	3	2
t+9	-0.04404	0.7212	-1.85619	0.137	1	4
t+10	-0.0021	0.7191	-0.10169	0.9239	3	2
t+11	0.04637	0.76547	1.2772	0.27063	4	1
t+12	-0.04608	0.71939	-1.80444	0.14549	0	5
t+13	0.0452	0.76459	1.01588	0.36714	2	3
t+14	-0.00001	0.76458	-0.00032	0.99976	3	2
t+15	-0.01421	0.75037	-1.12955	0.32182	2	3
t+16	-0.01911	0.73126	-2.63334***	0.05798	0	5
t+17	-0.05406	0.6772	-0.89097	0.42329	3	2
t+18	0.03828	0.71548	1.76415	0.15248	5	0
t+19	-0.10647	0.60901	-1.31082	0.26011	0	5
t+20	-0.31421	0.2948	-1.04188	0.35629	1	4

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, tabel IV.4 di atas telah memberikan detail pergerakan harga saham pada 40 hari di sekitar tanggal pengumuman. Pada saat pengumuman, imbal hasil saham rata-rata emiten dengan tingkat risiko *financial distress* rendah mengalami penurunan yang tidak signifikan sebesar 3,67%. Penurunan harga saham terjadi sejak satu hari sebelum pengumuman hingga dua hari sesudah pengumuman, namun tidak signifikan pada tingkat kesalahan 1% hingga 10%. Sehingga secara statistik tidak terdapat *abnormal return* pada hari pengumuman. Penurunan harga yang signifikan berbeda dari 0 terjadi pada hari ke-6 dan ke-16 sesudah pengumuman SEO yang masing-masing sebesar 6,78% dan 1,19%.

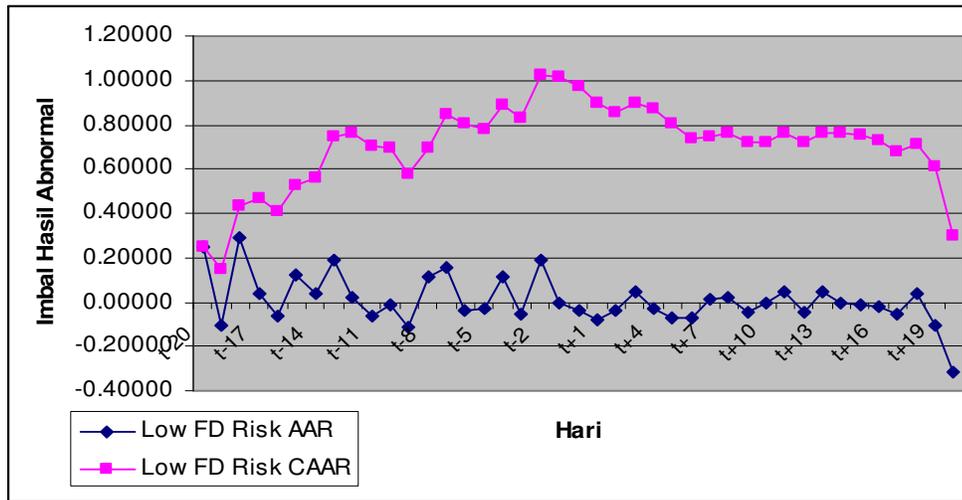
Tabel IV.5
CAAR (-20, +20) Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah

Deskripsi	Nilai
μ (CAAR)	0.7052
t(CAAR)	23.2744*
Prob	0.0000

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%

Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

Sesuai hasil pengolahan data yang ditampilkan dalam tabel IV.5 di atas, H_{01} dalam penelitian ini ditolak karena CAAR signifikan pada tingkat kesalahan sebesar 1%. Dengan demikian, terdapat pengaruh dari pengumuman penerbitan saham tambahan terhadap *abnormal return* pada kelompok sampel yang memiliki tingkat risiko *financial distress* rendah. CAAR kelompok ini adalah positif sebesar 29,48%. Jadi, jika saham AKRA pada sepuluh hari sebelum pengumuman memiliki harga sebesar Rp 1.925,- maka sepuluh hari setelah pengumuman harganya dapat mencapai Rp 2.233,53.



Gambar IV.1
AAR dan CAAR Kelompok Tingkat *Financial Distress* Rendah
 Sumber: Data Olahan Peneliti

Dari gambar IV.1 di atas, juga terlihat bahwa *trend* sesudah pengumuman penerbitan saham tambahan akan diikuti oleh penurunan harga. Hal ini mengartikan bahwa pengumuman penerbitan saham bagi kelompok emiten dengan tingkat *financial distress* rendah dinilai *investor* sebagai suatu sinyal negatif. Hal ini sesuai dengan *signalling hypothesis* dalam Asquith dan Mullins (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan akan selalu berusaha meminimisasi biaya informasi dengan cara menerbitkan obligasi saat nilai pasar *undervalue* dan menerbitkan saham saat nilai pasar *overvalued*.

Sampel dalam kelompok ini menerbitkan saham tambahan dengan HMETD (hak memesan efek terlebih dahulu). Sesuai dengan penelitian oleh Aski Catranti (2007) yang menemukan CAAR negatif pada 10 hari di sekitar *ex-date right issue* sebesar 15,98%, penelitian ini juga menemukan penurunan CAAR selama 20 hari periode penelitian. Walaupun CAAR tidak negatif, namun CAAR

pada \pm 20 hari hanya menjadi 29,48% padahal pada sepuluh hari hingga sehari sebelum pengumuman terdapat CAAR positif sebesar 101,26%

Jika dilihat dari kelompok sampel, kelompok tingkat *financial distress* rendah tidak melakukan *right issue* untuk melakukan restrukturisasi keuangan. Oleh karena itu, *investor* bereaksi negatif dikarenakan adanya asumsi bahwa emiten melakukan *right issue* pada saat harga sahamnya *overpriced* menjadi salah satu faktor penjelas.

Panjangnya periode pengamatan *event* dalam penelitian ini berfungsi untuk mengantisipasi harga saham yang telah merefleksikan pengumuman SEO pada hari-hari sebelum pengumuman dilakukan. Hal ini dilakukan karena emiten-emiten besar (misalnya emiten yang tergabung dalam indeks LQ45) pada pasar modal Indonesia seringkali mendapat banyak terpaan informasi dari berbagai media, selain merupakan kewajiban emiten untuk melakukan keterbukaan informasi.⁵⁵ Temuan dari pengolahan data kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* rendah ini adalah terjadi penurunan harga terbesar pada t-19 dan kembali ke normal pada hari berikutnya (t-18) masing-masing sebesar -3,48% dan +3,91%. Hal ini menandakan bahwa informasi yang tidak resmi beredar turut mempengaruhi perubahan harga saham walaupun tidak signifikan.

Dilihat dari frekuensinya, terdapat 62,9% kejadian yang merespon negatif pengumuman penerbitan saham tambahan. Hal ini menjadi bukti penguat bahwa penerbitan saham tambahan menjadi informasi yang tidak diinginkan oleh *investor* di Indonesia dan tidak menjadi sinyal atas peluang investasi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan.

⁵⁵ McLaughlin, Safieddine, Vasudevan, *Op. Cit.*, 41.

B.2 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Kelompok Tingkat *Financial Distress* Sedang

Berbeda dari kelompok dengan prediksi kebangkrutan rendah, kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* sedang memberikan *abnormal return* positif dan tidak signifikan pada hari pengumuman penerbitan saham tambahan. Imbal hasil abnormal yang signifikan positif terjadi pada hari ke-6 dan hari ke-18 sesudah pengumuman. Tingkat pengembalian pada masing-masing hari tersebut adalah sebesar positif 5,29% dan 2,12% dan 100% sampel pada hari tersebut memberikan *abnormal return* yang positif. Ketiga sampel dalam kelompok bertingkat risiko sedang ini merupakan sampel yang menerbitkan saham tambahan dengan HMETD. Satu-satunya *average abnormal return* negatif yang signifikan pada tingkat 10% terjadi pada hari ke-11 setelah pengumuman, yaitu sebesar -6,62%. Sehingga kesimpulan yang dapat ditarik adalah H_{02} ditolak.

Di sisi lain, untuk memprediksikan arah hubungan dampak pengumuman terhadap imbal hasil saham menjadi sulit untuk diinterpretasikan dari *long window event* yang direpresentasikan pada tabel IV.5 berikut. Hal ini dikarenakan hasil temuan yang tidak konsisten pada tiap hari pengamatan. Namun jika ditinjau dari CAAR sesudah pengumuman, secara umum pengumuman masih berdampak negatif terhadap imbal hasil saham. Selain itu, dari 123 kejadian (3 sampel dalam 41 hari pengamatan) yang diteliti terdapat 55,28% yang memberikan *abnormal return* negatif.

CAAR yang signifikan pada tingkat kesalahan 1% memiliki nilai negatif sebesar 12,33%. Hasil pengujian statistik ini berarti H_{02} ditolak dan terdapat pengaruh antara pengumuman terhadap imbal hasil saham kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* rendah.

Tabel IV. 6
AAR Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang

DAY	AAR	CAAR	t(AAR)	Sig	+	-
t-20	-0.00537	-0.00537	-1.00273	0.421602	1	2
t-19	-0.01635	-0.02172	-0.80269	0.506379	1	2
t-18	0.016814	-0.00491	0.491381	0.671789	1	2
t-17	0.002934	-0.00198	0.164579	0.884405	1	2
t-16	-0.00687	-0.00884	-0.23856	0.833664	2	1
t-15	-0.0245	-0.03334	-2.21305	0.157359	0	3
t-14	0.026058	-0.00729	0.845926	0.486666	2	1
t-13	-0.00265	-0.00994	-0.44452	0.700142	1	2
t-12	-0.02288	-0.03282	-2.16815	0.162425	0	3
t-11	0.018108	-0.01471	1.069319	0.396879	2	1
t-10	-0.00035	-0.01506	-0.01114	0.992124	2	1
t-9	-0.0205	-0.03556	-0.49897	0.667278	1	2
t-8	0.064349	0.028787	1.151236	0.368685	2	1
t-7	-0.00962	0.019172	-0.60344	0.607539	1	2
t-6	-0.0146	0.004568	-0.68141	0.565929	1	2
t-5	-0.01183	-0.00726	-0.69864	0.557086	1	2
t-4	0.034508	0.027244	1.063476	0.398982	2	1
t-3	0.007315	0.034559	1.111402	0.382098	3	0
t-2	-0.02626	0.008296	-1.88962	0.199389	0	3
t-1	-0.01871	-0.01041	-1.0194	0.415255	1	2
t-0	0.018542	0.008129	1.242134	0.340083	2	1
t+1	0.031662	0.039791	1.55297	0.260634	2	1
t+2	0.014278	0.054069	0.449082	0.697344	2	1
t+3	-0.08479	-0.03072	-0.52259	0.653384	1	2
t+4	-0.20459	-0.23531	-2.20846	0.157867	0	3
t+5	0.031956	-0.20336	1.144152	0.37103	2	1
t+6	0.052954	-0.1504	4.495452**	0.046089	3	0
t+7	0.058177	-0.09223	0.686908	0.563094	1	2
t+8	-0.05331	-0.14554	-1.40442	0.295354	1	2
t+9	-0.04794	-0.19348	-2.23149	0.155341	0	3
t+10	-0.0388	-0.23228	-1.26829	0.332346	0	3
t+11	-0.06628	-0.29855	-3.28054***	0.081695	0	3
t+12	0.024366	-0.27419	0.381743	0.739394	1	2
t+13	-0.04209	-0.31628	-1.5057	0.271096	1	2
t+14	0.017599	-0.29868	0.875194	0.473764	2	1
t+15	-0.01241	-0.31109	-0.37117	0.746139	1	2
t+16	0.026602	-0.28448	0.74036	0.536199	2	1
t+17	0.0029	-0.28158	0.63418	0.590825	2	1
t+18	0.021195	-0.26039	3.275062***	0.081936	3	0
t+19	0.076532	-0.18386	1.770651	0.218635	2	1
t+20	0.060547	-0.12331	1.175166	0.36089	2	1

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0

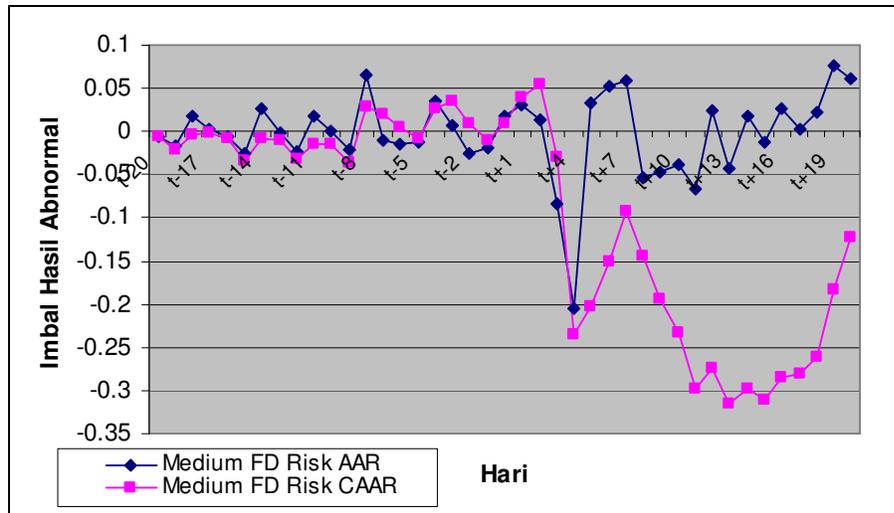
Tabel IV. 7
CAAR (-20, +20) Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang

Deskripsi	Nilai
μ (CAAR)	-0.0951
t(CAAR)	-4.9314*
Sig	0.0000

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
 Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

Kesimpulan yang dapat ditarik dari data-data hasil penelitian ini adalah pengumuman tidak berpengaruh secara signifikan terhadap imbal hasil saham pada hari pengumuman, yang berarti AAR tidak berbeda dari 0. Hal ini sesuai dengan bentuk *semi-strong* pasar modal di Indonesia, yang berarti tidak semua informasi yang bersifat publik dicerminkan pada pergerakan harga saham secara *real-time*. Penyebabnya adalah tidak seperti *ex-date*, pengumuman *corporate action* seperti penerbitan saham tambahan tidak diketahui oleh seluruh masyarakat investasi. Namun, CAAR yang signifikan negatif memberikan interpretasi hasil penelitian yang membuktikan bahwa secara empiris pasar modal di Indonesia bereaksi sama dengan pasar modal di Amerika dan Jepang. Penelitian Chai dan Loughran (1998) pada Tokyo Stock Exchange menemukan bahwa *stock return* 5 tahun pasca SEO bagi perusahaan yang melakukan SEO menjadi 3% lebih rendah daripada *stock return* perusahaan yang tidak melakukan SEO. Padahal, berbeda dari Amerika, struktur kepemilikan saham di Jepang lebih banyak dikuasai oleh institusi yang seharusnya meminimisasi informasi asimetris. Namun hasil penelitian pada dua pasar modal yang besar tersebut adalah sama.⁵⁶ Untuk kemudahan dalam pemahaman pergerakan *abnormal return* selama periode penelitian, berikut tampilannya dalam bentuk gambar.

⁵⁶ Jun Chai dan Tim Loughran, Loc.Cit., 421.



Gambar IV.2
AAR Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang
 Sumber: Data Olahan Peneliti

B.3 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Kelompok Tingkat *Financial Distress* Tinggi

Pada kelompok sampel dengan tingkat *distress risk* tinggi, *investor* memiliki reaksi yang berbeda. Pada tanggal pengumuman *average abnormal return* (AAR) saham positif sebesar 1,34% namun tidak signifikan. Sehingga secara statistik disimpulkan sebagai tidak terdapat pengaruh antara pengumuman terhadap *abnormal return* saham pada hari pengumuman.

Hal yang menarik dari pengamatan pada hari terjadinya pengumuman SEO pada masing-masing kelompok adalah, semakin tinggi *distress risk* yang dimiliki emiten maka semakin positif *abnormal return* sahamnya pada $t=0$, walaupun tidak terdapat perbedaan secara statistik. Sehingga dapat diartikan bahwa pemegang saham emiten yang kondisi keuangannya kurang baik akan bereaksi lebih positif terhadap restrukturisasi keuangan yang dilakukan emiten.

Tabel IV.8
AAR Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi

DAY	AAR	CAAR	t(AAR)	Sig	+	-
t-20	-0.00021	-0.00021	-0.38802	0.702314	10	10
t-19	0.039216	0.039011	1.564442	0.134217	13	7
t-18	-0.02197	0.017041	-0.7969	0.435353	8	12
t-17	0.000276	0.017317	0.010134	0.99202	10	10
t-16	-0.00723	0.010091	-0.55499	0.585374	8	12
t-15	-0.02438	-0.01428	-1.12114	0.276198	12	8
t-14	0.00395	-0.01033	0.139891	0.890219	9	11
t-13	-0.03225	-0.04259	-1.43849	0.166565	8	12
t-12	-0.00639	-0.04898	-0.29729	0.769475	9	11
t-11	-0.00789	-0.05687	-0.28362	0.779771	8	12
t-10	0.024848	-0.03202	0.738112	0.469466	14	6
t-9	-0.0125	-0.04452	-0.47882	0.637534	7	13
t-8	0.002148	-0.04238	0.113262	0.911011	8	12
t-7	-0.06746	-0.10983	-2.06942***	0.052384	4	16
t-6	0.040549	-0.06929	1.243781	0.228708	8	12
t-5	-0.02338	-0.09267	-1.18264	0.251541	8	12
t-4	-0.0295	-0.12217	-1.24555	0.228071	8	12
t-3	0.012735	-0.10944	0.564697	0.578886	11	9
t-2	0.011642	-0.09779	0.672261	0.509511	6	14
t-1	0.04271	-0.05508	1.313862	0.204536	10	10
t-0	0.013435	-0.04165	0.900085	0.379342	8	12
t+1	0.037309	-0.00434	0.985648	0.336692	12	8
t+2	-0.02034	-0.02468	-2.02386***	0.057278	8	12
t+3	0.002252	-0.02242	0.124012	0.902608	12	8
t+4	-0.04738	-0.06981	-0.95406	0.352036	10	10
t+5	-0.03522	-0.10503	-2.65654**	0.015581	5	15
t+6	-0.014	-0.11903	-0.94533	0.356357	7	13
t+7	0.002781	-0.11625	0.085046	0.933115	8	12
t+8	-0.01034	-0.1266	-0.54469	0.592306	10	10
t+9	-0.00525	-0.13185	-0.46008	0.650683	10	10
t+10	-0.01054	-0.14239	-0.75962	0.456806	11	9
t+11	-0.01788	-0.16027	-1.17644	0.253948	5	15
t+12	-0.02397	-0.18424	-1.52471	0.143805	8	12
t+13	0.012342	-0.1719	0.74315	0.466481	8	12
t+14	-0.00641	-0.17831	-0.55281	0.586842	8	12
t+15	0.030676	-0.14764	0.803332	0.431718	8	12
t+16	-0.00746	-0.15509	-0.42976	0.672201	8	12
t+17	-0.00947	-0.16457	-0.67396	0.508452	9	11
t+18	0.020536	-0.14403	0.736426	0.470467	8	12
t+19	0.024573	-0.11946	0.79462	0.436648	9	11
t+20	-0.02236	-0.14181	-1.29518	0.210774	6	14

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0

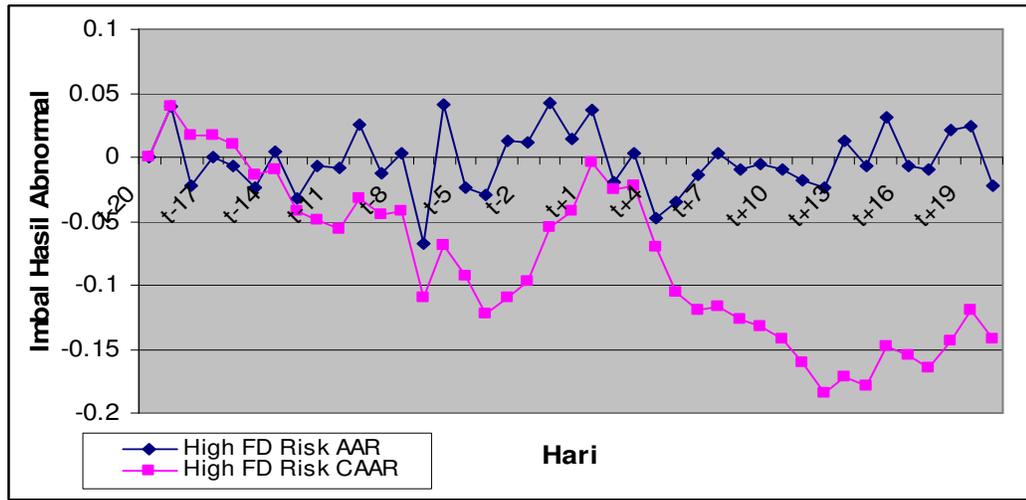
Dari tabel IV.8 di atas, terlihat bahwa AAR yang signifikan semuanya bersifat negatif dan terjadi pada periode 10 hari di sekitar pengumuman. Penurunannya adalah sebesar 6,74% hingga 2,03%. Selain itu, bukti ini juga didukung dengan terdapatnya 71,67% kejadian yang mengalami penurunan *abnormal return* pada tiga hari tersebut. Hal ini membuktikan bahwa secara statistik, penerbitan saham tambahan masih ditanggapi secara negatif oleh *investor*, walaupun penerbitan saham tersebut dilakukan emiten untuk mengurangi risiko yang timbul akibat tingginya rasio utang terhadap ekuitas hingga negatifnya ekuitas yang terjadi pada neraca emiten.

Tabel IV.9
CAAR (-20, +20) Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi

Deskripsi	Nilai
μ (CAAR)	-0.0814
t(CAAR)	-8.3062*
Sig	0.0000

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

Kesimpulan yang dapat ditarik secara statistik dari tabel IV.9 adalah terdapat pengaruh antara pengumuman terhadap imbal hasil saham kelompok sampel yang memiliki tingkat risiko *financial distress* tinggi, sehingga H_{03} ditolak. Hasil penelitian lainnya yang dilakukan di Indonesia terkait penerbitan saham tambahan konsisten dengan penelitian ini. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Prima Yusi Sari (2002) yang menemukan bahwa terdapat reaksi pasar (dalam bentuk *average abnormal return*) yang negatif terhadap harga saham pada saat *ex-date* maupun di sekitar *ex-date* (*short event window*) pada penawaran umum terbatas atau *rights issue*.



Gambar IV.3
AAR Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi
 Sumber: Data Olahan Peneliti

Secara keseluruhan terdapat 56,46% kejadian yang direpson negatif selama 20 hari di sekitar pengumuman penerbitan saham tambahan. Bukti ini menguatkan uji statistik yang dilakukan terhadap CAAR. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Loughran dan Ritter (1995) mengenai SEO dan *return* saham. Juga sesuai dengan penelitian McLaughlin, Safieddine, dan Vasudevan (1996) tentang SEO terhadap kinerja sesudahnya. Hipotesis dari penelitiannya adalah perusahaan yang memiliki *growth* dan *leverage* tinggi, maka akan memiliki kecenderungan lebih tinggi untuk melakukan SEO. Sehingga mengindikasikan terjadinya *overvaluation* dan menderita *post-issue performance* yang lebih buruk.⁵⁷ Namun, hasil penelitian ini berbeda dari penelitian yang dilakukan Tsangarakis (1996) pada pasar modal Yunani. Terdapat 15,32% imbal hasil abnormal saham kumulatif selama 20 hari di sekitar pengumuman SEO dan hanya terdapat 49,58% kejadian yang bereaksi negatif terhadap pengumuman *right*

⁵⁷ Robyn McLaughlin, Assem Safieddine, dan Gopala K. Vasudevan, The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-Issue Performance, Financial Management Vol.25, No.4, 1996, 51.

issue. Perbedaan ini dapat terjadi karena *investor* di Yunani menganggap bahwa *right issue* mencerminkan *positive signalling* atas ekspektasi manajemen terhadap peluang investasi yang dilakukan (setiap kenaikan besar investasi dengan *right issue* akan menaikkan *cumulative abnormal return* sebesar 27,66 kali, signifikan di tingkat alfa 1%).⁵⁸

Setiap pasar modal pada masing-masing negara memiliki karakteristik tertentu, baik dari segi struktur kepemilikan saham, kebijakan yang ditetapkan untuk mengawasi kegiatan perdagangan saham, tingkat keefisienan pasar modal, dan reaksi investor yang dipengaruhi sisi historis dan budaya. Oleh karena itu, perbedaan reaksi imbal hasil saham atas pengumuman SEO menjadi suatu subjek penelitian yang sulit untuk dijelaskan dengan variabel-variabel yang kuat memengaruhinya.

⁵⁸ Nickolaos V. Tsangarakis, *Loc.Cit.*, 26 dan 30.

B.4 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham

**Tabel IV.10
AAR Kelompok Sampel Total**

DAY	AAR	CAAR	t(AAR)	Sig	+	-
t-20	0.04114	0.04114	1.007172	0.322794	15	13
t-19	0.007968	0.049109	0.330527	0.743553	15	13
t-18	0.037594	0.086703	0.672143	0.507204	12	16
t-17	0.007156	0.093859	0.349867	0.729153	13	15
t-16	-0.01702	0.076838	-1.28172	0.210837	10	18
t-15	0.001129	0.077966	0.043048	0.96598	15	13
t-14	0.01183	0.089796	0.525346	0.603631	13	15
t-13	0.009889	0.099685	0.258494	0.797986	12	16
t-12	-0.00364	0.096048	-0.22546	0.82332	12	16
t-11	-0.01514	0.080911	-0.69122	0.495327	11	17
t-10	0.016032	0.096942	0.647448	0.52281	18	10
t-9	-0.0316	0.065342	-1.19997	0.240573	9	19
t-8	0.029039	0.094381	1.095163	0.283119	12	16
t-7	-0.02211	0.072266	-0.55185	0.58559	7	21
t-6	0.020156	0.092423	0.620792	0.539942	10	18
t-5	-0.0229	0.069519	-1.58288	0.125092	9	19
t-4	0.00242	0.071939	0.089121	0.929643	12	16
t-3	-0.00034	0.071599	-0.01817	0.98564	15	13
t-2	0.039642	0.111241	1.151992	0.259423	10	18
t-1	0.027057	0.138298	1.12785	0.269306	13	15
t-0	0.005019	0.143316	0.399848	0.692414	12	16
t+1	0.016006	0.159322	0.520836	0.606727	16	12
t+2	-0.02032	0.138997	-2.12866**	0.042556	11	17
t+3	0.000497	0.139494	0.022487	0.982225	14	14
t+4	-0.06082	0.07867	-1.62164	0.116502	10	18
t+5	-0.03415	0.044515	-1.62195	0.116435	9	19
t+6	-0.01645	0.028065	-1.27766	0.212245	10	18
t+7	0.010095	0.03816	0.406459	0.687609	11	17
t+8	-0.0096	0.02856	-0.65976	0.514999	14	14
t+9	-0.01675	0.011805	-1.70641***	0.099411	11	17
t+10	-0.01206	-0.00025	-1.10552	0.278686	14	14
t+11	-0.01159	-0.01185	-0.84239	0.40697	9	19
t+12	-0.02274	-0.03459	-1.66617	0.107241	9	19
t+13	0.012377	-0.02221	0.841924	0.407226	11	17
t+14	-0.0027	-0.02491	-0.27369	0.786409	13	15
t+15	0.018045	-0.00686	0.654232	0.518497	11	17
t+16	-0.00589	-0.01275	-0.45386	0.653558	10	18
t+17	-0.01611	-0.02886	-1.11433	0.274958	14	14
t+18	0.023775	-0.00508	1.180878	0.24795	16	12
t+19	0.006739	0.001656	0.240917	0.811439	11	17
t+20	-0.06559	-0.06394	-1.17837	0.24893	9	19

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0

Kelompok sampel yang tidak memerhatikan tingkat risiko *distress* yang dimiliki emiten ini tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada saat pengumuman resmi dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia. Kembali hal ini membuktikan bahwa tanggal pengumuman tidak diketahui oleh seluruh masyarakat investasi. Berbeda dengan penelitian Aski Catranti (2007) dan Prima Yusi Sari (2002) yang menemukan imbal hasil signifikan pada saat *ex-date right issue*. Lambatnya reaksi *investor* terhadap informasi tentang penerbitan saham tambahan kembali diasosiasikan dengan bentuk pasar modal Indonesia yang kurang efisien berdasarkan *Efficient Market Hypothesis* dan tidak semua penanam modal mengambil keputusan yang rasional.

Dari data hasil pengolahan dengan *software* SPSS 15.0, terdapat AAR positif sebesar 0,50% pada hari pengumuman bagi kelompok sampel total. Selain itu, juga terdapat AAR positif pada *short event window*, yaitu pada dua hari sebelum pengumuman hingga satu hari sesudah pengumuman. *Abnormal return* ini tidak signifikan berbeda dari 0, sehingga secara statistik dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan imbal hasil *abnormal* saham pada hari pengumuman. Hal ini mungkin disebabkan oleh tidak tersampainya informasi tentang penerbitan saham tambahan kepada *investor* pada hari perdagangan secara *real-time*.

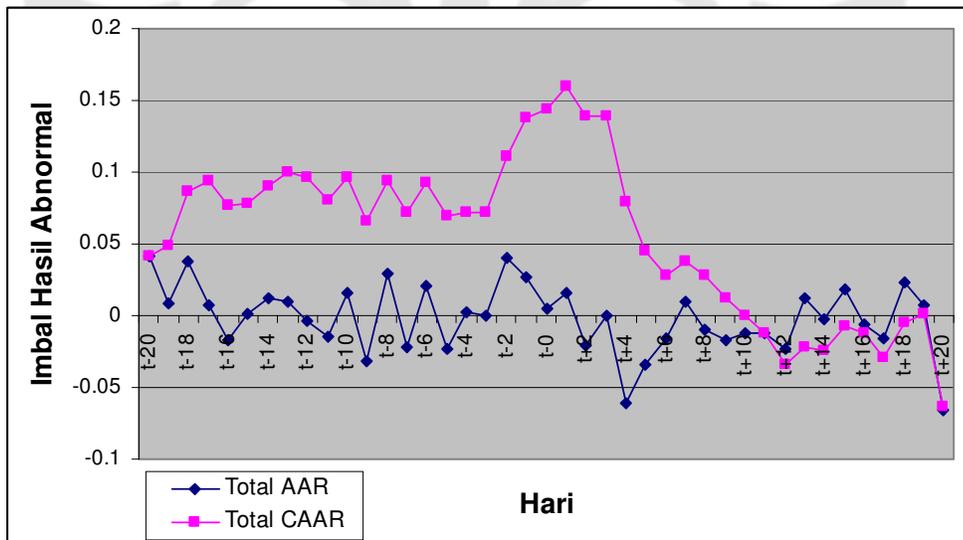
AAR yang signifikan ditemukan pada dua hari setelah pengumuman ($t=+2$), sebesar 2,03%. Sehingga H_0 terhadap AAR ditolak karena terdapat pengaruh pengumuman SEO terhadap imbal hasil saham. Sedangkan untuk menjawab hipotesis penelitian yang keempat, CAAR menjadi proksi penelitian dan hasil dari uji signifikansinya ditampilkan dalam tabel IV.11 di bawah ini.

Tabel IV.11
CAAR (-20, +20) Kelompok Sampel Total

Deskripsi	Nilai
$\mu(\text{CAAR})$	0.0555
$t(\text{CAAR})$	6.3279*
Sig	0.0000

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
 Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

Abnormal return saham kumulatif kelompok sampel total adalah menurun sebesar 6,39% selama 20 hari periode penelitian. Besaran ini signifikan di tingkat kepercayaan 99%. Hal ini menyebabkan H_{04} penelitian ini ditolak sehingga disimpulkan bahwa terdapat pengaruh pengumuman SEO terhadap *abnormal return* saham kelompok sampel total. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian-penelitian sebelumnya, baik pada pasar modal di Amerika maupun Indonesia.



Gambar IV.4
AAR Total Sampel
 Sumber: Data Olahan Peneliti

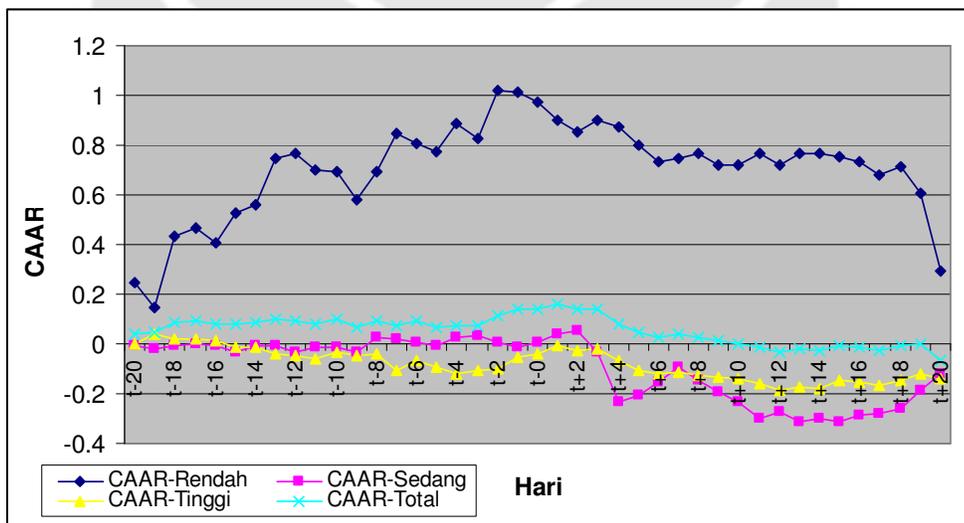
Dari data hasil pengolahan dengan *software* Eviews 4.1, terdapat AAR sebesar +0,50% pada hari pengumuman bagi kelompok sampel total. *Abnormal return* ini tidak signifikan berbeda dari 0, sehingga secara statistik dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan imbal hasil abnormal pada hari pengumuman. Hal ini mungkin disebabkan oleh tidak tersampainya informasi tentang penerbitan saham tambahan kepada *investor* pada hari perdagangan secara *real-time*. Namun pada *short event window*, yaitu pada dua hari setelah pengumuman ($t=+2$), terdapat AAR signifikan negatif sebesar 2,03%. Sehingga H_0 ditolak karena terdapat perbedaan imbal hasil saham pada hari di sekitar pengumuman.

Berbeda dari hasil penelitian di Amerika yang terdapat penurunan harga saham secara signifikan sebesar 2,7% pada hari pengumuman penerbitan SEO primer, sekunder maupun kombinasi.⁵⁹ Namun jika dilihat pada kumulasi kejadian *abnormal return* harian selama periode pengamatan, terdapat 57,49% kejadian yang merespon negatif pada hari disekitar pengumuman penerbitan saham tambahan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Aski Catranti, yang menemukan *abnormal return* yang signifikan negatif sebesar 6,4% pada saat *ex-date*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa informasi pada saat *ex-date right issue* lebih signifikan daripada saat pengumuman penerbitan saham tambahan di Indonesia, karena *investor* mendapatkan akses informasi yang lebih besar daripada saat surat pengumuman “Informasi Tanpa HMETD” atau “*Right issue*” diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia. Kondisi bursa efek di tiap negara tentu dipengaruhi oleh kondisi negaranya masing-masing, sehingga hasil penelitian dapat berbeda tergantung kondisi dan karakteristik negara tersebut.

⁵⁹ Paul Asquith dan DW. Mullins, Jr., *Loc.Cit.*, 70.

B.5 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Antar Kelompok Sampel

Dari seluruh sampel yang dikelompokkan berdasarkan tingkat risiko, proksi *cumulative average abnormal return* (CAAR) akan dianalisis peneliti secara simultan. Hal ini dilakukan agar penelitian ini memperoleh hasil yang lebih deskriptif atas reaksi *investor* terhadap pengumuman penerbitan saham baru berdasarkan tingkat risiko. CAAR antar kelompok digambarkan melalui gambar IV.5 dibawah ini.



Gambar IV.5
CAAR Total Sampel
Sumber: Data Olahan Peneliti

Gambar di atas menjelaskan bahwa kelompok yang memiliki tingkat risiko *financial distress* tinggi memiliki CAAR yang paling rendah selama periode penelitian dan terjadi penurunan kembali pada hari ke-20. Hal ini berdampak pada kelompok sampel total sehingga memiliki CAAR yang negatif pada hari ke-20 sesudah pengumuman. Sebaliknya, kelompok sampel yang memiliki tingkat risiko *financial distress* rendah memiliki CAAR yang paling positif dan kelompok

sampel dengan risiko *financial distress* sedang memiliki CAAR menengah pada hari ke-20.

CAAR masing-masing kelompok juga memiliki tingkat signifikansi pada alfa 1%, sehingga hipotesis nol penelitian ini ditolak. Secara hipotetikal berarti terdapat pengaruh pengumuman penerbitan saham tambahan terhadap imbal hasil saham bagi tiap kelompok sampel berdasarkan tingkat risiko *financial distress*.

Dari hasil penelitian ini juga terbukti bahwa *investor* di Indonesia menganggap SEO bukan sebagai suatu bentuk *corrective action* yang dilakukan manajemen, karena tidak terdapat bukti adanya *positive price effect*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *investor* di Indonesia kurang memperhatikan *financial distress* yang dimiliki emiten. SEO lebih memberikan sinyal negatif dan membuat *investor* menyadari *static tradeoff* yang terjadi pada emiten. Hal ini terbukti pada paling rendahnya CAAR kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi (-14,18%). CAAR kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* sedang masih lebih positif dari kelompok risiko tinggi yaitu sebesar -12,33%. Sedangkan kelompok dengan *distress risk* rendah membukukan *cumulative abnormal return* positif sebesar 29,48% selama 40 hari di sekitar pengumuman ($t=0$).

CAAR kelompok sampel total (tanpa memperhatikan tingkat risiko *financial distress*) juga memperoleh *abnormal return* negatif sebesar 6,39% selama 41 hari periode *event*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Asquith dan Mullins yang menyatakan penurunan *Cumulative Excess Return* (CER) pada 10 hari di sekitar pengumuman sebesar 2,3%.⁶⁰ Dengan demikian, penanam modal Indonesia juga menganggap penerbitan saham tambahan sebagai suatu sinyal negatif atas ekspektasi manajemen.

⁶⁰ Paul Asquith dan David W Mullins, *Loc.Cit.*, 71.

C. Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Volume Perdagangan Saham

Pengaruh adanya *seasoned equity offering* juga dapat dianalisis terhadap likuiditas perdagangan dengan menguji perputaran volume perdagangan (*volume turnover*) saham yang terjadi pada waktu sebelum dan sesudah pengumuman. Pengujian signifikansi terhadap volume perdagangan dilakukan dengan menguji rata-rata perputaran volume perdagangan tiap hari *event* dan juga dilakukan uji beda antara rata-rata perputaran volume perdagangan sebelum dan rata-rata perputaran volume perdagangan sesudah pengumuman. Apabila terdapat perbedaan antara rata-rata *trading volume turnover* sebelum dan sesudah artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari pengumuman penerbitan saham tambahan terhadap volume perdagangan.

Trading volume turnover dihitung dengan membagi jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada hari t dengan jumlah saham beredar (*outstanding shares*) emiten pada hari t . Apabila selama periode *event* emiten telah mencatatkan sahamnya pada pasar sekunder (selama periode $t+1$ hingga $t+20$), maka terdapat penyesuaian untuk kalkulasi *trading volume turnover* pada jumlah saham beredar emiten.

Penerbitan saham tambahan seringkali diinterpretasikan sebagai *negative signalling* atas ekspektasi manajemen. Hal ini menyebabkan *abnormal return* saham turun pada saat pengumuman.⁶¹ Seiring dengan menurunnya imbal hasil hal ini juga akan berdampak pada penurunan *trading volume*. Dalam penelitian ini, dengan membagi tiga kelompok sampel berdasarkan tingkat risiko *financial distress* akan dilihat reaksi *investor* terhadap emiten yang memiliki perbedaan tingkat risiko *financial distress* tersebut.

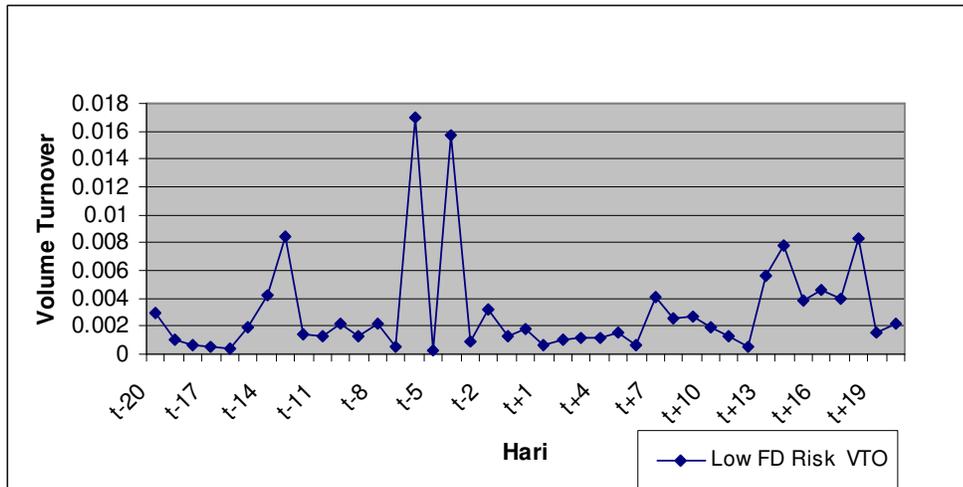
⁶¹ Paul Asquith dan David W. Mullins, *Loc.Cit.*

C.1 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Volume Perdagangan Saham Kelompok Tingkat *Financial Distress* Rendah

**Tabel IV.12
VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah**

Day	Average VTO	Cumm	t(VTO)	Sig
t-20	0.00293	0.00293	1.55474	0.19498
t-19	0.00097	0.0039	2.17276***	0.09551
t-18	0.0007	0.0046	1.22992	0.28612
t-17	0.00048	0.00508	1.519	0.20338
t-16	0.00042	0.0055	1.47038	0.21541
t-15	0.00196	0.00746	1.36987	0.24259
t-14	0.00416	0.01162	1.07233	0.34396
t-13	0.0084	0.02002	1.06603	0.34648
t-12	0.00141	0.02143	1.34947	0.24851
t-11	0.00132	0.02275	1.38191	0.23916
t-10	0.0022	0.02495	1.34023	0.25123
t-9	0.00126	0.02621	1.72897	0.15887
t-8	0.00218	0.02839	1.27439	0.27153
t-7	0.00057	0.02896	1.67054	0.17013
t-6	0.01693	0.04589	1.027	0.36247
t-5	0.00026	0.04615	1.02408	0.36369
t-4	0.01566	0.06181	1.03442	0.35938
t-3	0.00087	0.06268	1.22024	0.28939
t-2	0.00323	0.06591	1.38385	0.23861
t-1	0.00128	0.06719	1.55603	0.19468
t-0	0.0018		1.53272	0.20012
t+1	0.00068	0.00068	1.60157	0.18451
t+2	0.00104	0.00172	1.8071	0.14504
t+3	0.00115	0.00287	2.18940***	0.09375
t+4	0.0012	0.00407	2.18802***	0.0939
t+5	0.00152	0.00559	1.98851	0.11765
t+6	0.00065	0.00624	2.1134	0.1021
t+7	0.00408	0.01032	1.20724	0.29384
t+8	0.00257	0.01289	2.19880***	0.09278
t+9	0.0027	0.01559	1.80261	0.14579
t+10	0.00193	0.01752	2.23504***	0.08911
t+11	0.00126	0.01878	1.73162	0.15838
t+12	0.00047	0.01925	1.58118	0.18899
t+13	0.00559	0.02484	1.09815	0.3338
t+14	0.00784	0.03268	1.40161	0.23366
t+15	0.0038	0.03648	2.68433***	0.05498
t+16	0.0046	0.04108	1.42384	0.2276
t+17	0.00399	0.04507	1.65129	0.17402
t+18	0.00829	0.05336	1.37303	0.24168
t+19	0.00152	0.05488	2.39136***	0.07506
t+20	0.00223	0.05711	1.79134	0.14772

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0



Gambar IV.6
VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah
 Sumber: Data Olahan Peneliti

Pada kelompok sampel dengan tingkat risiko rendah, hasil pengolahan data menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh dari pengumuman terhadap likuiditas saham yang diproksikan dengan *volume turnover*. Hal ini disebabkan *average volume turnover* pada hari pengumuman yang sebesar 0,18% tidak signifikan berbeda dari 0 pada tingkat kesalahan 1 hingga 10%. Berdasarkan tabel IV.12 di atas, *average volume turnover* yang signifikan terjadi satu kali pada periode sebelum dan enam kali pada periode sesudah pengumuman. Hal ini menandakan informasi publik tentang penerbitan harga saham tidak terefleksikan pada *short event window*. Selain itu, juga tidak terdapat antisipasi dari *investor* terhadap pengumuman SEO walaupun seluruh sampel dalam kelompok ini adalah sampel yang menerbitkan saham tambahan dengan metode *right issue*. Berbeda dengan penelitian Aski Catranti yang menemukan volume turnover yang signifikan pada *ex-date* dan juga lonjakan *volume turnover* di sekitar *cum-date*.⁶²

⁶² Aski Catranti, *Loc.Cit*, 107.

Terdapat penurunan *volume turnover* pada hari pengumuman, yakni sebesar 0,00052 atau 40,625%. Hal ini sesuai dengan hasil uji empiris penelitian terhadap *abnormal return* yang mengalami penurunan sebesar 3,6% pada hari tersebut. Sebaliknya, terjadi peningkatan *volume turnover* sebesar 0.00512 atau 108.93% pada hari ke-13 setelah pengumuman. Diperkirakan hari tersebut merupakan hari penting dalam penerbitan saham dengan HMETD, seperti *cum-date* ataupun *ex-date*.

Tabel IV.13
Cumulative VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah

Deskripsi	Nilai
Volume Turnover Sebelum	0.0672
Volume Turnover Sesudah	0.0571
t-stat	-1.2042
Sig	0.2433

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

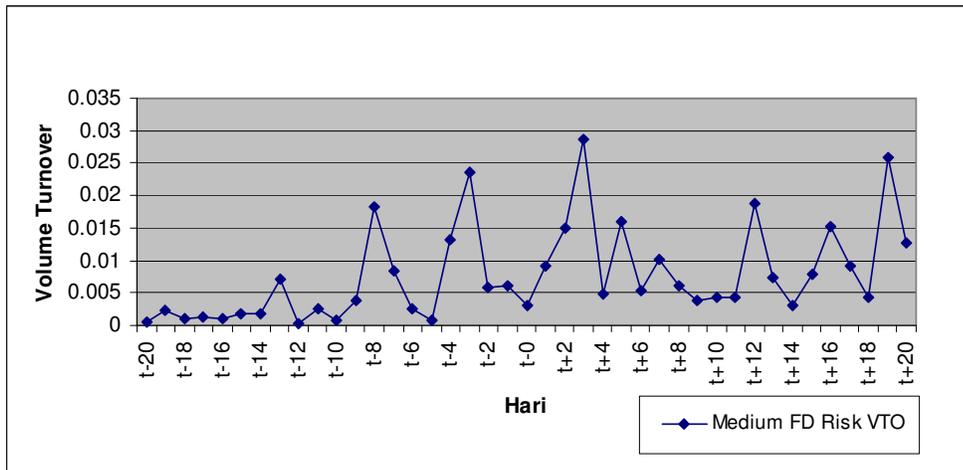
Dalam tabel IV.14, tampak bahwa terjadi penurunan volume perdagangan saham rata-rata pada sebelum dan sesudah pengumuman resmi penerbitan saham tambahan sebesar 15%. Namun, perbedaan ini tidak signifikan melalui uji beda rata-rata t-test. Sehingga, kesimpulan yang dapat ditarik adalah tidak terdapat perbedaan *volume turnover* pada sebelum dan sesudah pengumuman SEO kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* rendah.

C.2 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Volume Perdagangan Saham Kelompok Tingkat *Financial Distress* Sedang

**Tabel IV.14
VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang**

Day	Average VTO	Cumm	t(VTO)	Sig
t-20	0.00059	0.00059	1.07204	0.3959
t-19	0.00222	0.00281	1	0.42265
t-18	0.0011	0.00391	1.0358	0.40911
t-17	0.00127	0.00518	1.02561	0.41292
t-16	0.00104	0.00622	1.03229	0.41042
t-15	0.00187	0.00809	1	0.42265
t-14	0.00175	0.00984	1.26204	0.33418
t-13	0.00718	0.01702	1.06865	0.39712
t-12	0.00031	0.01733	1.12957	0.37591
t-11	0.00244	0.01977	1.32873	0.31526
t-10	0.00071	0.02048	1.87867	0.20107
t-9	0.00377	0.02425	1.75693	0.22101
t-8	0.01833	0.04258	1.00728	0.41986
t-7	0.00828	0.05086	1.0017	0.422
t-6	0.00261	0.05347	1.00906	0.41918
t-5	0.00073	0.0542	1.06193	0.39954
t-4	0.01314	0.06734	1.00209	0.42185
t-3	0.02347	0.09081	1.02627	0.41267
t-2	0.00594	0.09675	1.11426	0.38112
t-1	0.00608	0.10283	1.06218	0.39945
t-0	0.0031		1.11117	0.38218
t+1	0.00915	0.00915	1.04125	0.4071
t+2	0.0149	0.02405	1.05859	0.40075
t+3	0.02865	0.04355	1.02079	0.41473
t+4	0.0047	0.03335	1.35005	0.30949
t+5	0.01607	0.02077	1.00065	0.4224
t+6	0.00536	0.02143	1.01775	0.41588
t+7	0.01022	0.01558	1.00275	0.42159
t+8	0.00602	0.01624	1.0099	0.41886
t+9	0.00372	0.00974	1.00492	0.42076
t+10	0.00429	0.00801	1.00481	0.4208
t+11	0.0042	0.00849	1.01424	0.41721
t+12	0.01868	0.02288	1.00622	0.42026
t+13	0.00748	0.02616	1.01618	0.41647
t+14	0.00312	0.0106	1.00933	0.41908
t+15	0.00795	0.01107	1.00184	0.42194
t+16	0.01529	0.02324	1.00078	0.42235
t+17	0.00904	0.02433	1.00731	0.41985
t+18	0.0043	0.01334	1.0043	0.421
t+19	0.02588	0.03018	1.00594	0.42037
t+20	0.01274	0.03862	1.13717	0.37336

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0



Gambar IV.7
VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang
 Sumber: Data Olahan Peneliti

Pada kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* sedang, pergerakan volume perdagangannya hampir sama dengan kelompok risiko rendah, yaitu terdapat penurunan tidak signifikan *volume turnover* pada hari pengumuman. Penurunan pada hari pengumuman ($t=0$) dari hari sebelumnya ($t=-1$) adalah sebesar 49,01% dan penurunan ini segera disesuaikan pada hari sesudah pengumuman ($t=+1$) dengan peningkatan *volume turnover* sebesar 195,16%. Hal ini berarti pengumuman penerbitan saham kelompok tingkat risiko sedang (seluruh sampelnya melakukan *right issue*) ditanggapi secara negatif oleh *investor*.

Dari tabel IV.14 di atas, terdapat 20 hari yang mengalami penurunan *volume turnover*. Kenaikan *volume turnover* terbesar adalah sebesar 1700%. Terjadi pada 4 hari sebelum pengumuman ($t=-4$) dibandingkan dengan hari sebelumnya ($t=-5$). Namun, kenaikan *volume turnover* ini tidak signifikan secara statistik.

Selama periode event, $t=-20$ hingga $t=+20$, tidak terdapat *average volume turnover* yang signifikan. Secara statistik, kesimpulan yang dapat ditarik adalah H_{05} tidak ditolak. Artinya, tidak terdapat pengaruh antara pengumuman SEO terhadap volume perdagangan emiten kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* sedang.

Tabel IV.15
Cumulative VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang

Deskripsi	Nilai
Volume Turnover Sebelum	0.1028
Volume Turnover Sesudah	0.0386
t-stat	-6.1536*
Sig	0.0000

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

Dilihat dari *volume turnover* kumulatif, terdapat penurunan harga saham pada periode sebelum dibandingkan periode sesudah pengumuman. Besaran penurunannya adalah sebesar 0.06421 atau 62,44% dan signifikan di tingkat kepercayaan 99%. Hal ini sesuai dengan terjadinya penurunan CAAR kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* sedang sebesar 12.33%. Berkurangnya jumlah saham yang diperdagangkan selama periode *event* ternyata menyebabkan penurunan tingkat pengembalian terhadap *investor*, karena tidak terjadi fluktuasi harga pada hari tersebut.

C.3 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Volume Perdagangan Saham Kelompok Tingkat *Financial Distress* Tinggi

Pada kelompok emiten dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi, terdapat perbedaan perputaran perdagangan saham yang menonjol dari kedua kelompok sampel sebelumnya. Perbedaan tersebut terletak pada peningkatan *average volume turnover* pada periode sesudah pengumuman daripada periode sebelum pengumuman.

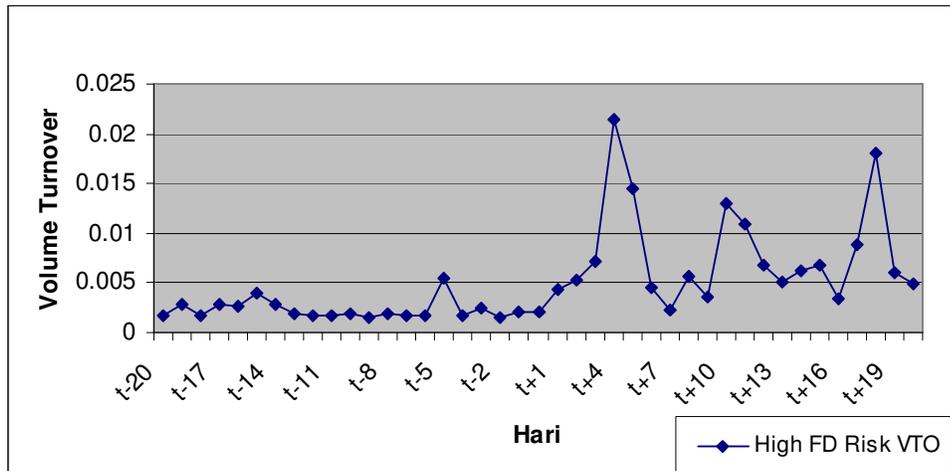
Sesuai dengan *return* abnormal kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi yang positif namun tidak signifikan, terdapat peningkatan volume perdagangan yang signifikan pada hari pengumuman dan *short event window*. Hal ini menandakan bahwa penerbitan saham tambahan bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki probabilitas kebangkrutan tinggi diartikan *investor* sebagai suatu sinyal positif. Dimana, penerbitan saham dilakukan untuk melakukan restrukturisasi keuangan sehingga perusahaan dapat bertahan dalam dunia usaha.

Sebaliknya, dalam jangka panjang *abnormal return* saham menjadi signifikan negatif namun *trading volume turnover* saham semakin meningkat. Peningkatan *trading volume turnover* ini terjadi karena *investor* yang menginginkan *yield* dari *right issue* maupun bertambahnya jumlah saham beredar yang meningkatkan likuiditas perdagangan saham.

Tabel IV.16
VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi

Day	Average VTO	Cumm	t(VTO)	Sig
t-20	0.00164	0.00164	2.24785**	0.03665
t-19	0.0028	0.00444	2.71182**	0.01383
t-18	0.00168	0.00612	2.77882**	0.01196
t-17	0.00291	0.00903	2.27392**	0.03476
t-16	0.0026	0.01163	2.20585**	0.03991
t-15	0.00403	0.01566	1.90369***	0.07221
t-14	0.00273	0.01839	2.21502**	0.03917
t-13	0.00187	0.02026	2.33899**	0.03041
t-12	0.00166	0.02192	2.41336**	0.02607
t-11	0.00164	0.02356	2.31029**	0.03226
t-10	0.00184	0.0254	2.68926**	0.01452
t-9	0.00146	0.02686	2.04715***	0.05473
t-8	0.00183	0.02869	2.11067**	0.04828
t-7	0.00169	0.03038	2.37288**	0.02836
t-6	0.00178	0.03216	2.38945**	0.0274
t-5	0.00554	0.0377	1.24004	0.23006
t-4	0.00175	0.03945	2.50526**	0.0215
t-3	0.00236	0.04181	2.56071**	0.01912
t-2	0.00157	0.04338	2.68348**	0.0147
t-1	0.00201	0.04539	2.57138**	0.01869
t-0	0.00214		2.21874**	0.03888
t+1	0.00424	0.00424	2.47279**	0.02302
t+2	0.00521	0.00945	2.26046**	0.03573
t+3	0.00708	0.01653	1.98570***	0.06169
t+4	0.02143	0.03796	1.78683***	0.08993
t+5	0.01448	0.05244	1.21005	0.2411
t+6	0.00449	0.05693	2.13792**	0.04573
t+7	0.0022	0.05913	3.36549*	0.00325
t+8	0.00566	0.06479	1.68825	0.10771
t+9	0.00366	0.06845	1.81920***	0.08468
t+10	0.01293	0.08138	1.18088	0.25222
t+11	0.01087	0.09225	1.21515	0.23919
t+12	0.00683	0.09908	1.42332	0.17086
t+13	0.00499	0.10407	2.07255***	0.05206
t+14	0.00626	0.11033	1.85514***	0.07916
t+15	0.00679	0.11712	1.96852	0.06377
t+16	0.00347	0.12059	2.86942*	0.00982
t+17	0.00889	0.12948	1.68893	0.10758
t+18	0.01804	0.14752	1.14246	0.26745
t+19	0.00607	0.15359	2.35895**	0.02919
t+20	0.00485	0.15844	2.18328**	0.04176

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0



Gambar IV.8
VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi
 Sumber: Data Olahan Peneliti

Terdapat 34 hari dalam periode *event* yang *average volume turnover*-nya signifikan pada tingkat alfa 1% hingga 10%, maka H_{07} penelitian ini ditolak. Sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah terdapat pengaruh pengumuman SEO terhadap volume perdagangan kelompok sampel yang memiliki tingkat risiko *financial distress* tinggi.

Kenaikan perputaran volume perdagangan saham terbesar terjadi pada 10 hari setelah tanggal pengumuman ($t=+10$). Kenaikannya adalah sebesar 253,27%. Hal ini menandakan bahwa tanggal-tanggal setelah pengumuman penerbitan saham tambahan memiliki pengaruh yang lebih besar dan signifikan terhadap *average trading volume turnover*. Dalam hal ini, tanggal-tanggal tersebut dapat berupa tanggal saat saham mengandung hak maupun tanggal saat saham tidak mengandung hak dan juga tanggal pada saat saham tambahan dicatatkan pada pasar sekunder, sehingga menambah *outstanding shares* emiten.

Tabel IV.17
Cumulative VTO Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Tinggi

Deskripsi	Nilai
Volume Turnover Sebelum	0.0454
Volume Turnover Sesudah	0.1584
t-stat	3.7648*
Sig	0.0045

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

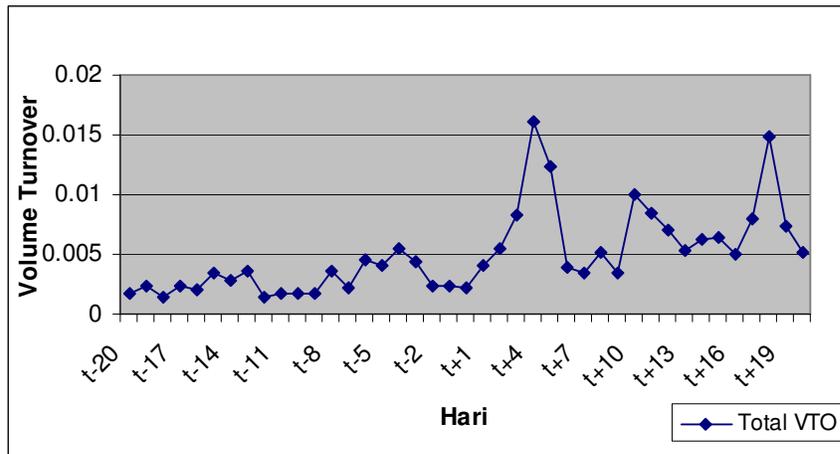
Dari tabel IV.17 di atas terlihat bahwa peningkatan *volume turnover* kumulatif sebelum dan sesudah pengumuman bagi kelompok dengan *distress risk* tinggi dapat mencapai 249,06%. Perbedaan *cumulative volume turnover* ini signifikan dengan tingkat kepercayaan 99%. Hal ini menandakan bahwa penerbitan saham tambahan yang dilakukan untuk meningkatkan kinerja keuangan dengan melakukan restrukturisasi keuangan merupakan peristiwa positif bagi *investor*. Peningkatan jumlah saham beredar juga meningkatkan likuiditas perdagangan.

C.4 Analisis Dampak Pengumuman SEO terhadap Volume Perdagangan Saham

Tabel IV.18
Volume Turnover Kelompok Sampel Total

Day	Average VTO	Cumm	t(VTO)	Sig
t-20	0.00176	0.00176	2.85537*	0.00817
t-19	0.00241	0.00417	3.11705*	0.0043
t-18	0.00144	0.00561	3.17296*	0.00374
t-17	0.0023	0.00791	2.46037**	0.02056
t-16	0.00204	0.00995	2.37932**	0.02467
t-15	0.00343	0.01338	2.22785**	0.03442
t-14	0.00288	0.01626	2.63628**	0.01373
t-13	0.0036	0.01986	2.23237**	0.03408
t-12	0.00147	0.02133	2.81083*	0.00909
t-11	0.00167	0.023	3.01015*	0.0056
t-10	0.00179	0.02479	3.18539*	0.00363
t-9	0.00167	0.02646	2.92767*	0.00686
t-8	0.00366	0.03012	1.82110***	0.07969
t-7	0.0022	0.03232	2.22871**	0.03435
t-6	0.00457	0.03689	1.54592	0.13377
t-5	0.00408	0.04097	1.2757	0.21293
t-4	0.00546	0.04643	1.82346***	0.07932
t-3	0.00436	0.05079	1.74562***	0.09225
t-2	0.00234	0.05313	2.98127*	0.00602
t-1	0.00232	0.05545	2.87130*	0.00786
t-0	0.00218		2.88982*	0.00751
t+1	0.00413	0.00413	2.73891**	0.01078
t+2	0.0055	0.00963	2.52903**	0.01759
t+3	0.00833	0.01796	2.17541**	0.03853
t+4	0.01603	0.03399	1.84868***	0.07548
t+5	0.01234	0.04633	1.42442	0.16578
t+6	0.0039	0.05023	2.45197**	0.02096
t+7	0.00339	0.05362	2.71089**	0.01152
t+8	0.00515	0.05877	2.09730**	0.04547
t+9	0.0035	0.06227	2.35180**	0.02623
t+10	0.01004	0.07231	1.28328	0.2103
t+11	0.00844	0.08075	1.3189	0.19828
t+12	0.00696	0.08771	1.79023***	0.08464
t+13	0.00536	0.09307	2.66496**	0.01284
t+14	0.00621	0.09928	2.40059**	0.02353
t+15	0.00638	0.10566	2.48542**	0.01943
t+16	0.00494	0.1106	2.70048**	0.01181
t+17	0.00803	0.11863	2.08413**	0.04674
t+18	0.01483	0.13346	1.31342	0.20009
t+19	0.00738	0.14084	2.30838	0.02887
t+20	0.00523	0.14607	2.67965**	0.0124

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan SPSS 15.0



Gambar IV.9
VTO Kelompok Sampel Total

Sumber: Data Olahan Peneliti

Terdapat 35 hari dimana *average trading volume turnover* emiten signifikan, sehingga secara statistik H_{08} penelitian ini ditolak. Dengan demikian, terdapat kesimpulan bahwa peristiwa pengumuman penerbitan saham tambahan memiliki pengaruh terhadap volume perdagangan.

Sebagai salah satu aksi korporasi, penerbitan saham tambahan merupakan salah satu aksi yang sering dilakukan emiten. Pada tahun 2007 saja, nilai emisi penerbitan saham tambahan dapat mencapai Rp 260,024 triliun. Hal ini mencapai 56,33% dari seluruh nilai emisi saham dan obligasi pada Bursa Efek Indonesia.⁶³ Dengan demikian, peristiwa SEO menjadi peristiwa yang signifikan pada pasar modal di Indonesia.

⁶³ Biro Riset dan Teknologi Informasi, *Statistik Pasar Modal*, Desember 2007, 3.

Tabel IV.19
Cumulative VTO Kelompok Sampel Total

Deskripsi	Nilai
Volume Turnover Sebelum	0.0555
Volume Turnover Sesudah	0.1461
t-stat	3.8586*
Sig	0.0039

Ket: *) Signifikan pada 1%; **) Signifikan pada 5%; ***) Signifikan pada 10%
Sumber: Data Olahan Peneliti dengan Eviews 4.1

Pada uji beda rata-rata terhadap perputaran volume perdagangan saham, kelompok sampel total memiliki signifikansi pada tingkat alfa sebesar 1%. Sehingga terdapat perbedaan antara *volume turnover* kumulatif sebelum dan sesudah pengumuman SEO. Dilihat dari nilainya, terdapat peningkatan volume perdagangan sebelum dan sesudah *event* penelitian sebesar 163,42%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa informasi tentang penerbitan saham tambahan akan meningkatkan minat *investor* untuk memiliki sahamnya. Selain itu, penambahan *outstanding shares* juga meningkatkan likuiditas perdagangan.

Sebagai salah satu aksi korporasi, penerbitan saham tambahan merupakan salah satu aksi yang sering dilakukan emiten. Pada tahun 2007, nilai emisi penerbitan saham tambahan dapat mencapai Rp 260,024 triliun. Hal ini mencapai 56,33% dari seluruh nilai emisi saham dan obligasi pada Bursa Efek Indonesia.⁶⁴ Dengan demikian, peristiwa SEO menjadi peristiwa yang signifikan pada pasar modal di Indonesia.

⁶⁴ Biro Riset dan Teknologi Informasi, *Statistik Pasar Modal*, Desember 2007, 3.