

BAB II

KERANGKA TEORI DAN METODE PENELITIAN

A. Tinjauan Pustaka

Paul Asquith dan David W. Mullins, Jr. melakukan penelitian tentang kinerja saham saat penawaran ekuitas tambahan, di luar *event* IPO, dan juga dilusi yang dihasilkan dari penawaran saham tersebut. Penelitian yang dilakukan berdasarkan data tahun 1963 hingga 1981 pada pasar ASE dan NYSE bertujuan untuk mengetahui akibat yang disebabkan penawaran saham sekunder pada harga saham saat pengumuman, kinerja pasar modal dan perusahaan saat sebelum menawarkan saham sekunder, *size* dan *price effects*, dan kaitannya terhadap *price-pressure hypothesis*, *leverage*, dan *signaling hypothesis*²⁷.

Hasil dari penelitian ini adalah terdapatnya penurunan harga saham periode dua hari pengumuman sebesar 3,0% pada primary SEO, 2,0% pada secondary SEO, dan 3,2% pada kombinasi penawaran saham primary dan secondary SEO. Selain itu, perusahaan yang melakukan SEO memiliki laba usaha positif selama dua tahun berturut-turut sebelum SEO dan seluruh sampel menawarkan saham saat *market returns* positif selama dua tahun sebelum penawaran saham di luar IPO. Sehingga terbukti bahwa emiten menawarkan sahamnya pada saat mengalami *over-priced* walaupun tidak terdapat pola

²⁷ Paul Asquith dan David W Mullins, Jr., *Equity Issues and Offering Dilution*, (Journal of Financial Economics 15), 1986. 61-63.

tertentu terhadap *timing* penawaran saham, karena *market return* dua tahun sesudah *announcement* juga positif.

Sedangkan size dari SEO berhubungan negatif terhadap harga pada pengumuman, disebabkan oleh timbulnya dilusi terhadap pemilikan saham. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan *price-pressure hypothesis*, dan konsisten dengan hipotesis yang menyatakan bahwa *equity sales* oleh korporasi diinterpretasikan pasar sebagai sinyal negatif tentang kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang, serta hipotesis yang menyatakan bahwa kurva permintaan atas saham perusahaan memiliki slope negatif.

Terdapat tiga kategori analisis dampak pengumuman penerbitan saham tambahan yang didasarkan pada berbagai teori, yaitu:²⁸

- Tidak berdampak pada harga: terkait dengan *efficient market hypothesis*.
- Dampak harga negatif: konsisten dengan (1) teori kurva permintaan yang berbentuk *downward-sloping* yang menyebabkan penurunan harga secara permanen; (2) hipotesis struktur modal; (3) dampak dari informasi ; dan (4) biaya transaksi yang mahal dalam penerbitan saham tambahan.
- Dampak harga positif: konsisten dengan (1) informasi yang diasosiasikan dengan peluang investasi emiten; (2) mempertinggi nilai perusahaan dengan menurunkan *financial leverage* (contohnya menurunkan ekspektasi biaya *financial distress* dan *agency cost*).

Penawaran saham tambahan biasanya dilakukan karena perusahaan membutuhkan dana tambahan untuk membiayai kegiatan usaha atau membayar hutangnya yang jatuh tempo (Megginson, 1997).²⁹ SEO dapat dilakukan dengan, pertama, menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli

²⁸ Paul Asquith dan David W Mullins, Jr., *Ibid.*, 64

²⁹ Sri Sulistyanto dan Haris Wibisono. *Loc.Cit.*

saham baru dengan harga tertentu, disebut juga dengan *right issue*. Kedua, dijual kepada setiap *investor* yang ingin membeli sekuritas baru tersebut melalui *second offerings*, *third offerings*, dan seterusnya.

Penetapan harga penawaran (*offering price*) saham tambahan tidak mudah dilakukan, karena akan memiliki konsekuensi langsung pada kesejahteraan perusahaan. Penerbit saham, dalam hal ini perusahaan, mengharapkan harga jual yang tinggi, karena harga jual yang tinggi mengakibatkan penerimaan dari hasil penawaran akan tinggi pula. Ini berarti tingkat kesejahteraan perusahaan juga akan semakin baik (Gumanti, 2001).³⁰

Selain itu, SEO juga akan berdampak pada harga saham yang telah beredar dan jumlah saham yang diperdagangkan di pasar sekunder. Hal ini konsisten dengan bentuk pasar modal Indonesia, Bursa Efek Indonesia, yaitu pasar *semi-strong* dalam *Efficient-Market Hypothesis*. Faktanya, terdapat *abnormal stock return* yang signifikan negatif pada saat pengumuman dan tidak signifikan pada saat pencatatan SEO di pasar sekunder (Asquith dan Mullins, 1986) dan volume perdagangan yang menurun 55% sesudah *ex-date right issue* (Aski Catranti, 2007). Hal ini dikarenakan telah terdapatnya antisipasi penurunan harga yang dilakukan *investor* pada saat pengumuman SEO. Oleh karena itu, penelitian ini akan difokuskan pada saat pengumuman SEO itu sendiri.

Dalam kaitannya terhadap kinerja saham abnormal pada saat pengumuman SEO, peneliti ingin mengukur reaksi *investor* berdasarkan tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki oleh perusahaan yang menerbitkan saham tambahan karena terdapat suatu *trade-off* statis dalam struktur modal. Yaitu *static tradeoff* antara *tax shield* dan biaya yang timbul dari *financial distress*.

³⁰ Tatang Ari Gumanti, *Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta*, (Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 4, No.2), 2001, 165-183.

Menurut Matthias Kahl (2002), *financial distress is often a long-term process and has an impact on the capital structure, investment policies, and performance of many firms even after they emerge from debt restructurings*. Dari definisi tersebut, dapat terlihat bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* akan melakukan tindakan korektif terhadap kinerja perusahaan. Salah satu tindakan korektif tersebut adalah dengan menghimpun dana dari pihak eksternal. Model yang digunakan dalam mengukur probabilitas atas *financial distress* dalam penelitian ini adalah Model Z-Score yang dikembangkan oleh Altman (1968). Dengan menggunakan model ini, rasio-rasio laporan keuangan dibutuhkan untuk dikomposisikan sehingga dapat memprediksikan risiko *financial distress*.

Untuk mengukur imbal hasil saham abnormal digunakan *Cumulative Average Abnormal Stock Return (CAAR)* yang diukur sejak 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah pengumuman penerbitan saham tambahan. Hal ini dilakukan untuk mengetahui kinerja abnormal saham yang hanya disebabkan oleh pengumuman SEO. Di sisi lain, panjangnya periode *event* dilakukan untuk mengantisipasi kemungkinan imbal hasil saham yang telah diantisipasi sebelum pengumuman berbentuk surat dari Bursa Efek Indonesia resmi disampaikan ke pasar.

Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya karena emiten akan dikelompokkan berdasarkan tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten pada tahun buku sebelum pengumuman dilakukan. Reaksi *investor* terhadap imbal hasil dan volume perdagangan saham akan spesifik terefleksikan atas pengumuman penerbitan saham tambahan. Sehingga dapat mengukur apakah *investor* di Indonesia mempertimbangkan tingkat risiko *financial distress* dalam

keputusan berinvestasi dan secara tidak langsung juga membuktikan keberadaan *static tradeoff theory* di pasar modal Indonesia. Selain itu, objek penelitian berupa *seasoned equity offering (right dan non-right issue)* juga menjadi inti perbedaan dari penelitian sebelumnya. Perbedaan lain terletak pada waktu penelitian, yaitu pada hari di sekitar pengumuman SEO bagi perusahaan yang melakukan SEO pada periode 2001 hingga 2007. Tinjauan pustaka telah diolah secara ringkas pada tabel berikut ini.



Tabel II.1
Ringkasan Penelitian-Penelitian Terdahulu

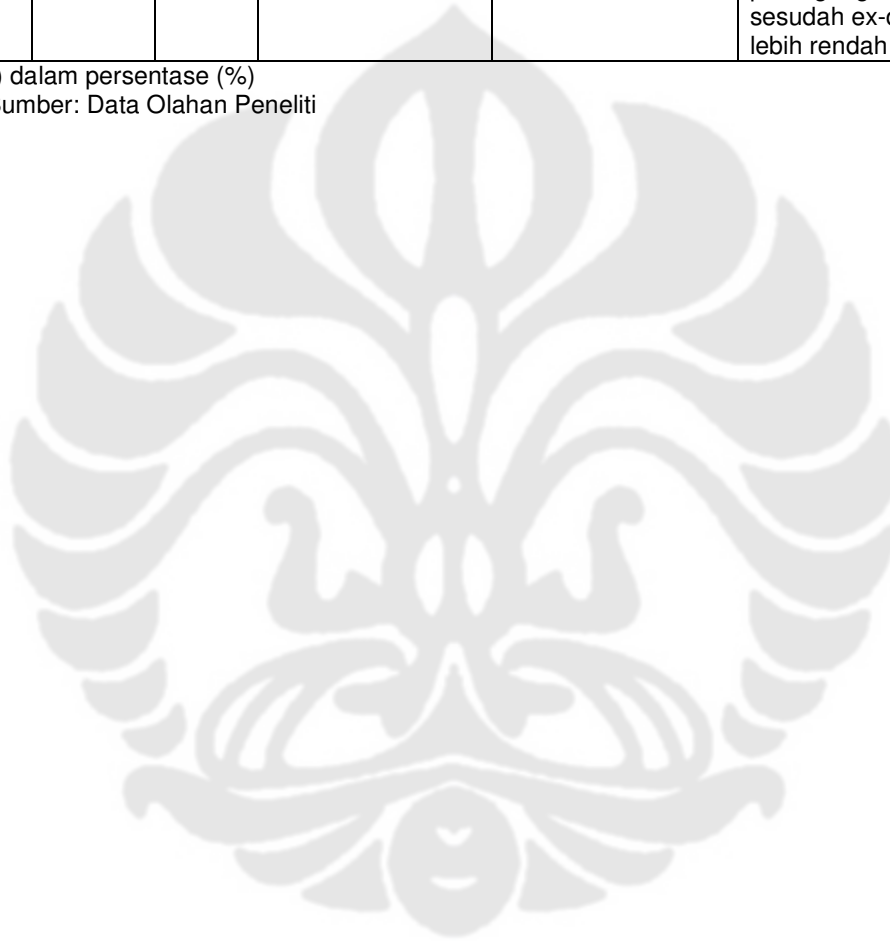
No	Peneliti	Tahun	Objek Penelitian	Deskripsi Penelitian	Hasil
1	Asquith dan Mullins	1986	Return di sekitar pengumuman SEO	<i>Event study</i> excess return $t \pm 480$ hari terhadap <i>primary</i> , <i>secondary</i> , dan penawaran kombinasi SEO; Regresi kinerja harga saham dan <i>issue size</i> .	<i>Excess return</i> signifikan -2,7% menyebabkan <i>equity value</i> -31% pada <i>primary</i> SEO dan -78% pada <i>secondary</i> SEO; <i>Two day excess return</i> signifikan disebabkan -480 hari <i>cumulative excess return</i> dan <i>issue size</i> .
2	Tim Loughran dan Jay Ritter	1997	Kinerja operasi perusahaan SEO	Mengikutsertakan <i>small, high-growth firms</i> yang <i>listing</i> di NASDAQ, selain NYSE dan AMEX.	SEO (Non SEO)* OIBD/Assets -4(2,9); Profit Margin -1,5(-1); ROA -2,6(1.9); OIBD/Sales -0,6(-1); CE+RD/Asset -0,1(1,6); MV/BV 0,23(0,4) dalam 9 tahun.
3	McLaughlin, Safieddine, dan Vasudevan	1996	Kinerja operasi perusahaan SEO	<i>Free cash flow</i> (FCF) dan kinerja operasi pasca SEO (1.296 sampel)	Jika FCF meningkat, <i>operating performance</i> menurun terutama bagi <i>smaller firm</i> , yang investasi FA lebih kecil.
4	Nickolaos V. Tsangarakis	1996	Shareholder wealth (AAR&CAAR) pada saat <i>Right issue</i>	<i>Event study</i> $t \pm 10$ hari dan regresi <i>abnormal return</i> terhadap <i>information effect</i> , <i>price-pressure hypothesis</i> , <i>signalling effect</i> , <i>wealth redistribution effect</i> , dan dikontrol oleh kondisi pasar dan likuiditas	CAR (-1,0) +3.96% signifikan pada tingkat 1%; Tidak konsisten dengan <i>price-pressure hypothesis</i> dan <i>wealth redistribution effects</i> , serta mengandung informasi positif

(sambungan)

No	Peneliti	Tahun	Objek Penelitian	Deskripsi Penelitian	Hasil
5	Aski Catranti	2007	Imbal hasil dan volume perdagangan di sekitar <i>right issue</i>	<i>Event study</i> $t \pm 10$ hari dan regresi <i>abnormal return</i> , serta mengukur pengaruh waran	AAR signifikan negatif pada <i>ex-date</i> namun masih positif saat <i>cum-date</i> . Volume perdagangan sesudah <i>ex-date</i> lebih rendah 55%.

*) dalam persentase (%)

Sumber: Data Olahan Peneliti



B. Konstruksi Model Teoritis

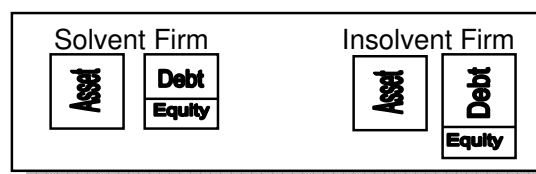
B.1 *Financial Distress*

Menurut Karen Wruck (1990), *financial distress* adalah situasi dimana arus kas operasional perusahaan tidak cukup untuk memenuhi kewajiban yang akan jatuh tempo (contohnya utang dagang dan beban bunga) sehingga dituntut untuk segera melakukan tindakan perbaikan. *Financial distress* akan menyebabkan perusahaan terikat pada kontrak dan dituntut untuk merestrukturisasi keuangan antara perusahaan, kreditor, dan pemegang sahamnya.

Pengertian *financial distress* secara luas dapat dikaitkan dengan *insolvency*. *Insolvency* ini sendiri diartikan dengan ketidakmampuan untuk membayar satu utang. Misalnya suatu perusahaan mampu membayar utang yang jatuh temponya di awal namun dikarenakan pembayaran tersebut menyebabkan perusahaan tidak mampu membayar utang yang selanjutnya akan jatuh tempo.

Menurut Altman (1993), *insolvency* dapat digolongkan berdasarkan basisnya, yaitu:

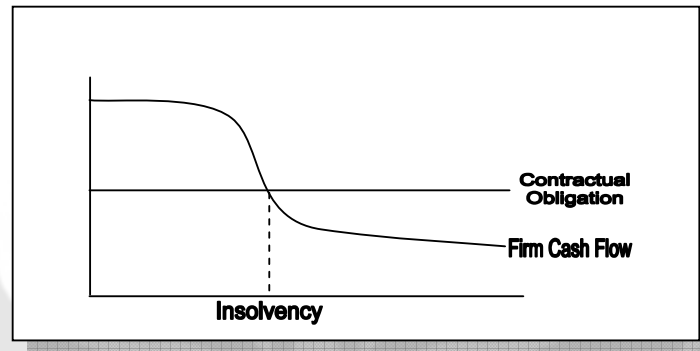
- *Stock-based insolvency*, hadir pada saat nilai bersih perusahaan (*net worth*) negatif, sehingga nilai terhadap aset perusahaan lebih rendah daripada nilai utangnya.



Gambar II.1 Stock-Based Insolvency

Sumber: Ross, Westerfield, Jaffe. Corporate Finance 7th Edition. US: McGraw Hill. 832.

- *Flow-based insolvency*, hadir pada kondisi dimana arus kas operasional perusahaan tidak cukup untuk membayar obligasi/utang yang akan jatuh tempo.



Gambar II.2 Flow-Based Insolvency

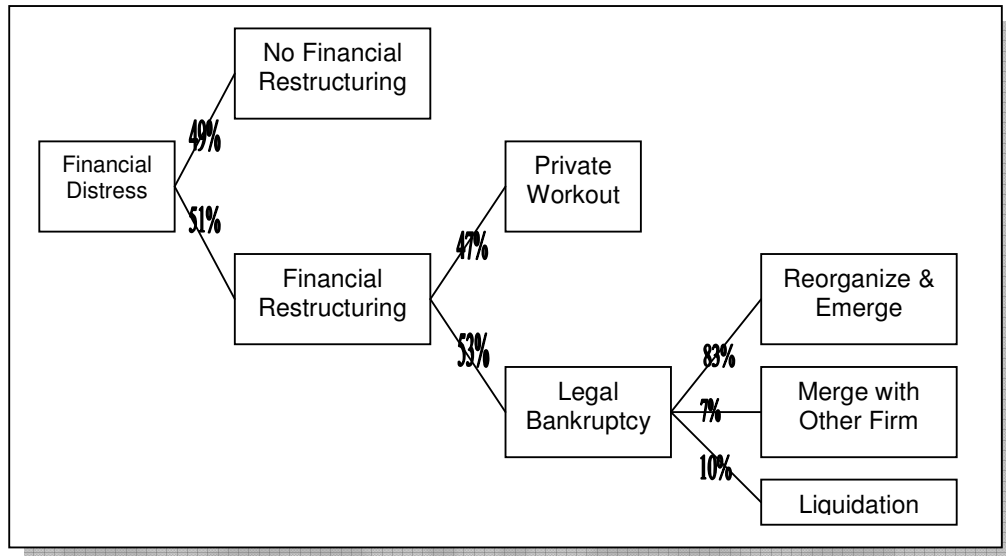
Sumber: Ross, Westerfield, Jaffe. Corporate Finance 7th Edition. US: McGraw Hill. 832.

Dalam mengatasi *financial distress*, perusahaan memiliki beberapa pilihan tindakan yang dapat dilakukan, diantaranya:

- Menjual aset-aset perusahaan.
- Merger dengan perusahaan lain.
- Menurunkan pelaksanaan riset dan pengembangan.
- Mengeluarkan sekuritas baru.
- Melakukan negosiasi dengan bank dan kreditor lainnya.
- Menukar utang dengan ekuitas.
- Mengumumkan terjadinya kepailitan (*filing for bankruptcy*).

Pada poin pertama hingga ketiga, merupakan tindakan untuk mengatasi *financial distress* yang melakukan penekanan terhadap aset perusahaan (*assets restructuring*). Sedangkan dari poin keempat hingga yang terakhir merupakan

bentuk koreksi atas *financial distress* yang ditekankan pada sisi kanan neraca atau dengan kata lain *financial restructuring*.



Gambar II.3 Tindakan Perusahaan Saat Mengalami *Financial Distress*

Sumber: Karen H. Wruck. 1990. *Financial Distress: Reorganization and Organizational Efficiency*. *Journal of Financial Economics* 27 dikutip dari buku "Corporate Finance 7th Edition".

US: McGraw Hill. 832.

Lebih lanjut, melalui gambar 3 di atas, penelitian Wruck (1990) menyatakan bahwa terdapat berbagai pilihan dalam mengatasi *financial distress* dan kondisi tersebut tidak selalu menyebabkan penutupan perusahaan. Sebanyak 51% perusahaan melakukan restrukturisasi keuangan. Keberhasilan restrukturisasi keuangan ini tergantung pada *leverage* perusahaan, siapakah pemberi pinjaman (bank atau publik), berapa besar pinjaman masing-masing kreditor atau *bondholder*.³¹

³¹ Paul Asquith, Robert Gertner, dan David Scharfstein, *Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuer*, (*The Quarterly Journal of Economics*, August 1994), 1994, 626-627.

Untuk mengukur keberadaan risiko *financial distress*, berbagai peneliti telah membentuk model dengan berbagai metode dalam 50 tahun terakhir ini. Dalam Zmijewski (1984), dikemukakan bahwa terdapat 17 model dalam memperkirakan risiko *financial distress*. Metode yang digunakan terbagi dua, yaitu metode tingkat frekuensi sampel seimbang dan metode kelengkapan data. Model yang akan digunakan pada penelitian ini adalah model Z-score yang ditemukan oleh Altman (1968). Model ini dipergunakan untuk memprediksi tingkat risiko *financial distress* bagi perusahaan yang ekuitasnya diperjualbelikan kepada publik dan merupakan sebuah perusahaan manufaktur.

B.2 Penerbitan Saham

Menurut Keputusan Menteri Keuangan RI No.1548/KMK/90, pengertian pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk di dalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Sedangkan dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa perantara pedagang efek.

Menurut Anoraga dan Pakarti (2003) dalam Kurniawan (2004)³², penawaran efek terbagi dalam beberapa jenis sebagai berikut:

³² Aditya Kurniawan, "Pengaruh Praktik Earnings Management Terhadap Kinerja Saham pada Periode Sebelum dan Sesudah Seasoned Equity Offerings (SEO)", *Skripsi pada Program Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Padjadjaran*, 2004, tidak diterbitkan.

1. *Private Placement* (Penawaran Terbatas)

Private placement merupakan penawaran surat berharga pada kalangan terbatas. Dengan melakukan penawaran terbatas perusahaan menghindari peraturan-peraturan yang seharusnya diikuti seperti dalam prosedur emisi umum di pasar modal. *Private placement* penawaran efek dilakukan dengan cara bernegosiasi secara langsung antara perusahaan dengan calon *investor*.

2. *Public Issue* (Penawaran Umum)

Penawaran umum merupakan cara menawarkan surat berharga di pasar modal yang sering dilakukan. Penawaran umum harus mendapat izin dari badan yang mempunyai otoritas dan kewenangan. Sebelum perusahaan melakukan penawaran di pasar modal, persyaratan perizinan tersebut harus lengkap. Setelah peraturan yang ada telah dipenuhi, maka emisi dapat dilakukan oleh emiten. Pada umumnya *investor* yang mempunyai cukup informasi tentang proses emisi akan membantunya dalam pembuatan keputusan. Prospektus dari emiten akan memberikan informasi secara detail mengenai kondisi keuangan emiten serta hal-hal lain yang dipandang perlu untuk membentuk transparansi perusahaan yang go public. Penawaran umum dibagi menjadi dua, yaitu:

- *Initial Public Offerings* (IPO), merupakan penawaran umum perdana atau penawaran saham yang pertama kalinya dilakukan oleh emiten kepada masyarakat luas dengan tujuan memperoleh tambahan modal yang akan digunakan untuk kepentingan perusahaan. Pada umumnya IPO dilakukan melalui metode *General Cash Offer*, yaitu penawaran saham kepada masyarakat luas yang berminat untuk berinvestasi di pasar modal.

Penawaran tersebut ditujukan kepada calon *investor* yang berminat untuk membeli saham yang ditawarkan oleh emiten.

Di dalam *general cash offer* biasanya emiten selalu melibatkan penjamin emisi (*investment banker/ underwriter*). *Underwriter* merupakan pihak yang berperan penting dalam proses penjualan saham kepada publik, atau dapat disebut sebagai perantara antara emiten dan *investor* (*financial intermediaries*). Dalam melaksanakan perannya, *underwriter* melakukan kegiatan antara lain:

- Membantu emiten dalam rangka mempersiapkan pernyataan pendaftaran emisi berikut dokumen pendukungnya.
 - Memberi konsultasi di bidang keuangan seperti jumlah dan jenis efek yang akan diterbitkan, bursa yang dipilih untuk mencatatkan saham, penentuan jadwal emisi, penunjukkan lembaga penunjang lain, dan metode pendistribusian.
 - Melakukan penjaminan terhadap efek yang diemisikan.
 - Melakukan evaluasi terhadap kondisi perusahaan, antara lain keuangan, manajemen, pemasaran, produksi, berikut prospeknya.
 - Bersama-sama emiten menentukan harga saham, dan
 - Menjual saham kepada publik.
- *Seasoned Equity Offerings* (SEO), merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang *listed* di pasar modal, di luar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui IPO (Megginson, 1997). Tujuan dilakukannya SEO serupa dengan IPO, yaitu untuk memperoleh tambahan dana untuk membiayai kegiatan usaha atau

membayar hutang perusahaan yang jatuh tempo. Penjualan *seasoned securities* ini dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu:

- *General cash offer*, yaitu menjual saham kepada setiap *investor* yang ingin membeli sekuritas baru tersebut melalui *second offerings*, *third offerings*, dan seterusnya. Metode *general cash offer* pada SEO memiliki mekanisme yang sama dengan yang digunakan pada IPO, dimana menggunakan jasa *underwriter* dalam penjualan saham kepada publik.
- *Rights offer*, yaitu menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu—sering disebut dengan *right issue*. Harga saham yang ditawarkan kepada pemegang saham lama lebih rendah daripada harga yang beredar di pasar. Di dalam proses penawaran saham dengan menggunakan mekanisme *right issue*, para pemegang saham memiliki kebebasan untuk melakukan pemesanan/pembelian saham baru atau menjual haknya.

Peraturan **Bapepam Nomor IX.D.1** tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu/HMETD (*preemptive right*), mewajibkan setiap perusahaan yang akan melakukan penawaran umum saham tambahan (SEO) untuk memberikan HMETD atas saham baru yang ditawarkan, kepada setiap pemegang saham lama yang sebanding dengan proporsi kepemilikan mereka sebelumnya.

Di Indonesia, metode *right issue* lebih umum digunakan daripada metode *general cash offer*. Sangat jarang digunakannya metode *general cash offer* mungkin disebabkan karena tidak adanya sistem perundang-

undangan atau peraturan yang mengatur, di samping adanya pengaruh tipe/bentuk pasar modal Indonesia (*emerging market*) yang memang cenderung mempertahankan kepemilikan mayoritas, sehingga dengan menggunakan *right issue* diharapkan kepemilikan atas perusahaan tidak berubah. Kondisi tersebut berbeda dengan tipe pasar modal Amerika Serikat dan Jepang (*developed market*), yang cenderung menerapkan *general cash offer* dalam melakukan penawaran saham tambahan (Anoraga dan Pakarti, 2003).

Adapun tujuan dari pengumpulan dana usaha melalui penawaran saham tambahan umumnya akan digunakan oleh perusahaan untuk keperluan sebagai berikut³³:

- Melakukan ekspansi usaha, misalnya dengan melakukan penambahan fasilitas seperti peningkatan kapasitas produksi atau pendanaan suatu proyek.
- Menambah penyertaan modal pada anak perusahaan.
- Meningkatkan modal kerja perusahaan.
- Memberikan pinjaman kepada anak perusahaan.
- Membiayai rencana akuisisi.
- Memperbaiki kinerja keuangan perusahaan; misalnya dengan menaikkan CAR pada bank.
- Menutupi ekuitas negatif akibat pinjaman yang berlebihan.
- Membayar hutang/pinjaman baik jangka panjang maupun jangka pendek.

³³ *Penerbitan Saham Baru (Rights Issue)*, diakses dari situs www.e-bursa.com

Dari beberapa tujuan diatas, kedua tujuan terakhir yaitu menutupi ekuitas yang negatif dan membayar hutang jangka pendek dan jangka panjang menjadi dasar pemikiran deduktif terhadap penelitian ini.

Adapun lembaga dan profesi penunjang pasar modal terkait dengan pelaksanaan penerbitan saham tambahan (SEO)³⁴ adalah sebagai berikut:

- Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*)

Tugas penjamin emisi antara lain sebagai berikut:

- a. Memberikan nasihat mengenai jenis efek yang sebaiknya dikeluarkan, harga yang wajar untuk efek tersebut, dan jangka waktu efek.
- b. Dalam mengajukan pernyataan pendaftaran emisi efek, membantu menyelesaikan tugas administrasi yang berhubungan dengan pengisian dokumen pernyataan pendaftaran emisi efek, penyusunan prospektus, merancang specimen efek, dan mendampingi emiten selama proses evaluasi.
- c. Mengorganisasikan penyelenggaraan emisi antara lain, pendistribusian efek dan menyiapkan sarana-sarana penunjang

- Akuntan Publik

Akuntan publik bertugas melakukan pemeriksaan atas laporan keuangan perusahaan dan memberikan pendapatnya, memeriksa pembukuan untuk melihat apakah sudah sesuai dengan prinsip akuntansi Indonesia dan ketentuan Bapepam.

³⁴ Dahlan Siamat, *Loc.cit*, 251.

- **Konsultan Hukum**
Konsultan hukum memiliki tugas meneliti aspek-aspek hukum emiten dan memberikan pendapat segi hukum (*legal opinion*) tentang keadaan dan keabsahan usaha emiten.
- **Notaris**
Notaris bertugas untuk membuat berita acara Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), membuat konsep akta perubahan anggaran dasar, dan menyiapkan naskah perjanjian dalam rangka emisi efek.
- **Agen Penjual**
Agen penjual umumnya adalah perusahaan efek yang memiliki tugas melayani *investor* yang akan memesan saham, melaksanakan pengembalian uang pesanan (*refund*) kepada *investor*, dan menyerahkan sertifikat efek kepada pemesan (*investor*).
- **Perusahaan Penilai**
Perusahaan penilai dibutuhkan apabila perusahaan emiten akan melakukan penilaian kembali aktiva. Penilaian tersebut dimaksudkan untuk mengetahui berapa besarnya nilai wajar aktiva perusahaan sebagai dasar dalam melakukan emisi melalui pasar modal.
- **Biro Administrasi Efek**
Pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten secara teratur menyediakan jasa-jasa melaksanakan pembukuan, transfer dan pencatatan, pembayaran dividen, pembagian hak opsi, emisi sertifikat atau laporan tahunan untuk emiten.

B.3 Imbal Hasil Saham

Return dan *abnormal return* dapat diukur dengan menggunakan tiga pendekatan³⁵, yaitu:

1. Pendekatan *Actual Return*

Pendekatan ini adalah pendekatan yang paling sederhana karena pendekatan ini mengasumsikan *expected return* selama *event window* adalah nol. Dengan demikian menurut pendekatan ini *abnormal return* adalah sama dengan total *return*. Total *return* dapat dihitung sebagai perubahan harga dibagi dengan harga pada periode awal. Jika terdapat pembayaran dividen tersebut maka akan ditambahkan pada selisih perubahan harga atau secara matematis dapat ditulis:

$$\text{Total Return} = \frac{\text{Perubahan harga saham} + \text{Pembayaran Dividen}}{\text{Harga saat saham dibeli}}$$

2. Pendekatan *Adjusted Market Return*

Menurut pendekatan ini return suatu saham dipengaruhi oleh return pasar (*market return*) dimana pengaruh pasar adalah sama untuk semua saham. Oleh karenanya menurut pendekatan ini, *abnormal return* adalah sama dengan total *return* dikurangi *return* pasar. *Return* pasar pada suatu periode dihitung sebagai selisih dari indeks harga saham gabungan (IHSG) pada akhir dan awal periode, yang dibagi dengan IHSG akhir periode.

3. Pendekatan *Adjusted Beta*

Pendekatan ini adalah pendekatan yang paling kompleks, namun yang paling sesuai dengan kenyataan. Sama halnya dengan pendekatan kedua,

³⁵ Untung Affandi dan Sidharta Utama, Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada BEJ, (Usahawan No.3. Th. XXVII Maret) 1998, 44.

pendekatan ini mengakui bahwa pergerakan pasar akan mempengaruhi return saham. Perbedaannya adalah bahwa pendekatan ini juga mengakui bahwa pengaruh pasar berbeda-beda antara satu dengan yang lain: ada saham yang sangat sensitif terhadap perubahan pasar, sebaliknya ada saham yang tidak banyak dipengaruhi perubahan pasar. Beta adalah pengukur terhadap return pasar. Beta diestimasi dengan menggunakan *market model*.

B.4 Volume Perdagangan

Likuiditas perdagangan menjadi bagian penting yang diperhatikan *investor* dalam mengambil keputusan berinvestasi karena likuiditas mencerminkan kecepatan konversi modal antar instrumen investasi. Selain itu, likuiditas perdagangan memiliki pengaruh pada pembentukan harga pasar dan memiliki hubungan yang erat dengan efisiensi dan stabilitas pasar.

Perputaran volume perdagangan atau *shares trading volume turnover* merupakan proksi likuiditas perdagangan yang paling umum dikenal. Kesederhanaan dan kemudahan untuk dipahami menyebabkan indikator ini memiliki ketidakmampuan untuk mencerminkan besarnya permintaan dan penawaran efektif dan tidak mampu menggambarkan besarnya permintaan dan penawaran yang belum terjadi di pasar. Pergerakan yang terjadi di dalam waktu perdagangan sulit untuk digambarkan jika menggunakan dinamika pasar pada waktu perdagangan.³⁶ Oleh karena itu, penelitian ini hanya menggunakan *shares trading volume turnover*.

³⁶ Jun Muranaga, Dynamics of Market Liquidity of Japanese Stock: An Analysis of Tick by Tick data of Tokyo Stock Exchange, *Working Papers of Bank of Japan* 1999, 4.

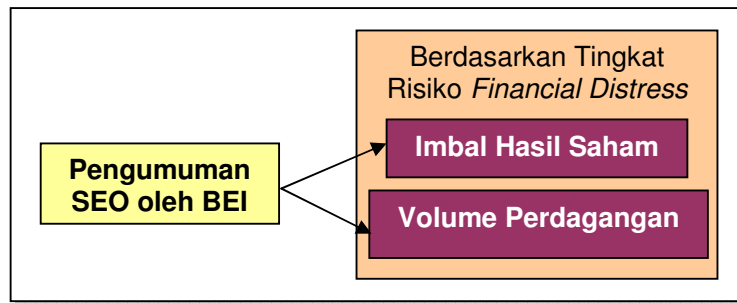
C. Model Analisis

Imbal hasil saham merupakan sebuah objek yang sangat menarik untuk diteliti. Hal ini disebabkan banyaknya aksi korporat yang memengaruhinya. Pada bentuk pasar *semi-strong* dalam *efficient market hypothesis*, setiap informasi yang bersifat publik akan tercermin dalam perubahan harga saham. Salah satu *event* yang memengaruhinya adalah pengumuman penerbitan saham tambahan (*seasoned equity offering/ SEO*).

Risiko *distress* dalam keuangan perusahaan merupakan suatu kondisi fundamental yang mempengaruhi kinerja saham perusahaan tersebut di pasar modal. Karena penawaran saham tambahan merupakan salah satu cara bagi manajemen untuk mengurangi risiko biaya yang ditimbulkan oleh *financial distress*, maka akan dilihat apakah tingkat risiko yang dimiliki emiten akan mempengaruhi reaksi penanam modal di Indonesia, yang dicerminkan dari imbal hasil saham dan volume perdagangan.

Dengan model Z-score, tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki perusahaan yang melakukan pengumuman SEO pada tahun sebelum penawaran saham tambahan dilakukan akan dikelompokkan menjadi kelompok emiten yang memiliki tingkat rendah, risiko sedang, dan tingkat risiko tinggi. Risiko *financial distress* hanya akan menjadi pembeda dan bukan variabel. Model analisis adalah gambaran sederhana tentang hubungan antar variabel.³⁷ Oleh karena itu, dalam penelitian ini model analisis digambarkan sebagai berikut.

³⁷ Bambang Prasetyo dan Lina Miftahul Jannah, Metode Penelitian Kuantitatif: Teori dan Aplikasi, Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada, 2006, 75.



Gambar II.4 Model Analisis Penelitian

Sumber: Data Olahan Peneliti

D. Hipotesis Penelitian

Rancangan pengujian hipotesis ini akan dimulai dengan penetapan hipotesis penelitian, kemudian akan dilakukan pemilihan dan perhitungan tes statistik serta pengolahan data statistik.

Hipotesis yang diajukan penulis dalam penelitian ini, menggunakan metode *event studies*, adalah sebagai berikut:

- Ha_{1A} : Pengumuman SEO berpengaruh pada imbal hasil saham emiten dengan tingkat risiko *financial distress* rendah
- Ha_{1B} : Pengumuman SEO berpengaruh pada imbal hasil saham emiten dengan tingkat risiko *financial distress* sedang
- Ha_{1C} : Pengumuman SEO berpengaruh pada imbal hasil saham emiten dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi
- Ha_{1D} : Pengumuman SEO berpengaruh pada imbal hasil saham emiten
- Ha_{2A} : Pengumuman SEO berpengaruh pada volume perdagangan saham emiten dengan tingkat risiko *financial distress* rendah
- Ha_{2B} : Pengumuman SEO berpengaruh pada volume perdagangan saham emiten dengan tingkat risiko *financial distress* sedang

- Ha_{2C}: Pengumuman SEO berpengaruh pada volume perdagangan saham emiten dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi
- Ha_{2D}: Pengumuman SEO berpengaruh pada volume perdagangan saham emiten

E. Tahapan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan metode *event studies*, yaitu suatu penelitian dengan pendefinisian waktu *event* untuk melihat suatu gejala yang dapat menggambarkan kejadian sebenarnya.³⁸ Adapun tahapan penelitiannya adalah sebagai berikut:

E.1 Pendefinisian Waktu Event dan Penentuan Sampel

Penelitian ini memilih peristiwa pengumuman penerbitan saham tambahan tepatnya pada tanggal pengumuman SEO yang terdapat pada *JSX Statistics* 2001-2006 dan *IDX Statistics* 2007. Tanggal ini merupakan tanggal BEI menerbitkan surat pengumuman *right issue* (kode surat RI), informasi tanpa HMETD (ITH) atau keterbukaan informasi (KI). Sehingga, t_0 adalah tanggal penerbitan surat pengumuman resmi oleh BEI (sebelum pernyataan efektif dari BAPEPAM-LK). Penelitian ini mengambil sampel perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat pada BEI pada periode 2001 hingga 2007.

³⁸ Said Kelana Asnawi dan Chandra Wijaya, *Metodologi Penelitian Keuangan: Prosedur, Ide, dan Kontrol*, Yogyakarta: Graha Ilmu, 2006, 8.

E.2 Pendefinisian Periode Studi

Peristiwa pertama kali suatu informasi tersampaikan kepada masyarakat pasar modal cukup sulit untuk diidentifikasi. Hal ini disebabkan beberapa emiten besar cenderung untuk melakukan *public expose* terhadap aksi korporasi yang akan dilakukannya jauh sebelum aksi korporasi tersebut akan dilaksanakan.

Untuk mengantisipasi kejadian tersebut, penelitian ini memperpanjang periode *event* menjadi 20 hari perdagangan efektif sebelum dan sesudah pengumuman. Sehingga dari hasil penelitian ini akan diketahui apakah terdapat antisipasi harga terhadap informasi-informasi tidak resmi yang tersampaikan kepada masyarakat investasi. Adapun periode estimasi penelitian ini adalah 40 hari perdagangan efektif yang mendahului periode *event* ($t=-21$ hingga $t=-60$).

E. 3 Mengukur Tingkat Risiko *Financial Distress*

Model Z-score digunakan sebagai suatu pengukuran terhadap probabilitas risiko *financial distress*. Z-score adalah model yang dibentuk berdasarkan 66 sampel perusahaan dengan komposisi 50% sampel mengalami *financial distress*. Metode pemilihan sampel Z-score memiliki kriteria data yang lengkap dan menggunakan populasi perusahaan yang mengalami *distressed*. Hasil dari model Z-score adalah berupa probabilitas sehingga dapat langsung dikelompokkan berdasarkan tinggi rendahnya risiko yang dimiliki perusahaan dalam sampel penelitian.

Model Z-Score dihitung dengan data-data laporan keuangan dari satu periode sebelum pengumuman SEO resmi oleh Bursa Efek Indonesia, rumusnya adalah:³⁹

³⁹ Altman (1968) dalam Ross, Westerfield, dan Jaffe, *Corporate Finance 7th Edition*, US: Mc Graw Hill, 2003.

$$\begin{aligned}
Z\text{-score} = & 3,3 \frac{EBIT}{TotalAsset} + 1,2 \frac{NetWorkingCapital}{TotalAsset} + 1 \frac{Sales}{TotalAsset} \\
& + 0,6 \frac{MVofEquity}{BookValueofDebt} + 1,4 \frac{AccumulatedR/E}{TotalAsset} \quad (2.1)
\end{aligned}$$

Pengelompokan dilakukan berdasarkan pengelompokan yang dilakukan oleh Altman, yaitu:

- Z-score lebih besar daripada 2,99 = Perusahaan tidak akan *distress* dalam setahun (tingkat risiko rendah)
- Z-score diantara 1,81 hingga 2,99 = Perusahaan berada di area abu-abu (tingkat risiko sedang)
- Z-score lebih kecil daripada 1,81 = Perusahaan akan mengalami *distress* dalam setahun (tingkat risiko tinggi)

Model Altman ini hanya dapat diaplikasikan pada perusahaan manufaktur yang tercatat di pasar modal, hal ini disebabkan belum terdapatnya model prediksi kebangkrutan pada sektor non-keuangan pada saat penelitian model prediksi kebangkrutan ini dilakukan.

E.4 Pengujian Imbal Hasil Abnormal Saham

Pada penelitian ini *abnormal return* diukur menggunakan *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebagai proksi dari imbal hasil saham di 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah pengumuman *Seasoned Equity Offering* yang dilakukan oleh bursa efek. Pengujian *abnormal return* dalam penelitian ini akan menggunakan metode *market model*. *Return* dari pasar uang disesuaikan dalam model tersebut dikarenakan pasar uang merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari peramalan imbal hasil saham pada pasar modal di Indonesia.

Model berikut ini diukur untuk mengetahui parameter α , β_1 , dan β_2 berdasarkan data dari periode estimasi.⁴⁰

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j}R_{mt} + \beta_{2j}R_{kt} + \varepsilon_{jt} \quad (2.2)$$

Dimana,

R_{jt} = Return saham emiten j pada waktu t yang dihitung dengan cara

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}} \quad (2.3)$$

R_{mt} = Return pasar pada waktu t, yang dihitung dengan cara:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (2.4)$$

R_{kt} = Return kurs tengah Rupiah terhadap US Dollar pada waktu t, yang dihitung dengan cara

$$R_{kt} = \frac{KursTengah_t - KursTengah_{t-1}}{KursTengah_{t-1}} \quad (2.5)$$

Setelah α , β_1 , dan β_2 teregresikan untuk masing-masing sampel. Tahapan selanjutnya adalah mengukur imbal hasil yang diharapkan *investor* selama periode *event* dengan menggunakan konstanta dan koefisien tersebut.

$$ER_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j}R_{mt} + \beta_{2j}R_{kt} \quad (2.6)$$

Dimana,

ER_{jt} = Expected return saham j pada periode t

Dari persamaan di atas, akan menghasilkan *expected return* yaitu imbal hasil saham yang diperkirakan terjadi apabila tidak terdapat pengumuman *seasoned*

⁴⁰ Prima Yusi Sari, *Right issue* dan Tingkat Keuntungan Saham Setelah Cum Date, (Jurnal Manajemen Indonesia Vol.1, No.1), 2002, 75.

equity offering selama periode *event*. Selanjutnya adalah mengukur selisih antara *actual return* dan *expected return* emiten untuk memperoleh *abnormal return* saham dengan model⁴¹:

$$AR_{jt} = R_{jt} - ER_{jt} \quad (2.7)$$

Data saham yang digunakan adalah data saham berkelompok, maka variabel yang dianalisis rata-rata *abnormal return* (*average abnormal return*, AAR) dari saham berkelompok dengan rumus sebagai berikut, untuk mengetahui seberapa besar perbedaan *abnormal return* disekitar pengumuman SEO.

$$AAR_{jt} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^{j=N} AR_{jt} \quad (2.8)$$

Dimana,

AAR_t = *Average abnormal return* seluruh sampel pada waktu t

N = Jumlah sampel penelitian

Hipotesis 1 hingga 4 penelitian ini akan terjawab dengan melakukan uji signifikansi terhadap AAR dengan menggunakan uji statistik t⁴²:

$$t = \frac{AAR_t}{\frac{\sigma_t}{\sqrt{n_t}}} \quad (2.9)$$

Dimana,

σ_t = standar deviasi AAR yang dihitung dengan cara

n_t = Jumlah sampel pada hari t

⁴¹ Craig MacKinlay, *Event Studies in Economics and Finance*, (Journal of Economics Literature, Vol 35), 1997, 15.

⁴² Sri Mulyono, *Statistika Untuk Ekonomi*, Lembaga Penerbit FEUI, Jakarta, 1998, 181.

Pada penelitian ini uji t akan dilakukan dengan *software* SPSS 15.0. Uji signifikansi terhadap AAR ini merupakan pengujian dua sisi (*two-tailed test statistics*) dimana hipotesis statistiknya adalah:

$$H_0: AAR = 0$$

$$H_a: AAR \neq 0$$

H_0 ditolak jika $-t_{\alpha/2,df} < t_{stat} < t_{\alpha/2,df}$ yang berarti terdapat pengaruh yang signifikan pada rata-rata *abnormal return*. Tingkat signifikansi yang digunakan antara 1% sampai dengan 10%.

Tahapan selanjutnya adalah menghitung *cumulative average abnormal return* (CAAR) sebelum dan sesudah *event*, yaitu 20 hari sebelum dan 20 hari sesudah pengumuman. CAAR digunakan karena data penelitian merupakan data berkelompok. CAAR dihitung dengan rumus:⁴³

$$CAAR_t = \sum_{t=-20}^{t=+20} AAR_t \quad (2.11)$$

Dimana,

CAAR = *Cumulative Average Abnormal Return* dari seluruh sampel pada periode $t = -20$ hingga $t = +20$

Tingkat signifikansi CAAR diuji dengan menggunakan statistik t yang dihitung dengan rumus:

$$t = \frac{CAAR_t}{\frac{\sigma_t}{\sqrt{n_t}}} \quad (2.12)$$

⁴³ Craig MacKinlay, *Loc.cit*, 24.

Uji t juga akan dilakukan dengan menggunakan *software* SPSS 15.0. Pengujian signifikansi ini merupakan pengujian dua sisi (*two-tailed t-statistics*), dimana hipotesis statistiknya adalah:

H_0 : CAAR=0

H_a : CAAR \neq 0

H_0 ditolak jika $-t_{\alpha/2,df} < t_{stat} < t_{\alpha/2,df}$, yang berarti terdapat pengaruh signifikan pada kumulatif rata-rata *abnormal return*. Tingkat signifikansi yang digunakan adalah $\alpha = 1\%$, 5% , dan 10% .

E.5 Pengujian Volume Perdagangan

Volume perdagangan sebagai salah satu proksi dari likuiditas perdagangan yang diukur pada periode $t = -20$ hingga $t = +20$, dengan t_0 adalah tanggal pengumuman SEO, dihitung dengan rumus:

$$\text{Trading Volume Turnover}_{jt} = \frac{\text{Number of Shares Traded}_{jt}}{\text{Number of Shares Outstanding}_{jt}} \quad (2.13)$$

Trading volume turnover masing-masing saham pada periode t ini kemudian dirata-ratakan, sehingga diperoleh *average trading volume turnover* pada periode t . Selanjutnya untuk menjawab hipotesis 5 hingga 8, uji beda rata-rata pada *trading volume turnover* sebelum dan sesudah pengumuman SEO dilakukan dengan uji t, yang dihitung dengan rumus⁴⁴:

$$t = \frac{\text{AverageVolumeTurnover}_1 - \text{AverageVolumeTurnover}_2}{\frac{\sigma_1}{\sqrt{n_1}} + \frac{\sigma_2}{\sqrt{n_2}}} \quad (2.14)$$

Dimana,

⁴⁴ Sri Mulyono, *Loc.Cit.*, 181.

$Average\ Volume\ Turnover_1$ = Rata-rata volume perdagangan sebelum pengumuman

$Average\ Volume\ Turnover_2$ = Rata-rata volume perdagangan sesudah pengumuman

σ_1 = standar deviasi volume perdagangan sebelum pengumuman

$n_{1,2}$ = jumlah sampel

Hipotesis statistik dari uji t ini adalah:

$H_0: \mu_1 = \mu_2$

$H_a: \mu_1 \neq \mu_2$

Pengambilan keputusan ditolaknya H_0 adalah apabila $t > t_{\alpha/2,df}$ dan $t < -t_{\alpha/2,df}$, yang berarti terdapat perbedaan volume perdagangan secara rata-rata pada waktu sebelum dan sesudah pengumuman.

Sedangkan untuk menguji signifikansi volume perdagangan maka dilakukan uji statistik (t-test) sebagai berikut⁴⁵:

$$t = \frac{\mu_{voljt}}{\frac{\sigma_k}{\sqrt{n_k}}} \quad (2.15)$$

Dimana:

σ_k = standar deviasi volume pada waktu t

n_k = jumlah sampel pada waktu t

Pengujian signifikansi volume perdagangan dilakukan dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

⁴⁵ Sri Mulyono, *Loc.cit.*, 181.

Ho : $\mu_{voli} = 0$

Ha : $\mu_{voli} \neq 0$

Berdasarkan hipotesis tersebut maka keputusan yang dapat diambil adalah Ho akan ditolak apabila $t_{\alpha/2,df} < tstat < -t_{\alpha/2,df}$, artinya terdapat pengaruh peristiwa pengumuman SEO yang signifikan pada volume perdagangan. Dalam penelitian ini signifikansi yang digunakan adalah $\alpha = 1\%$, 5% , dan 10% .

F. Metode Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah imbal hasil saham dan volume perdagangan perusahaan yang melakukan pengumuman *Seasoned Equity Offering*, baik yang melakukan *rights issue* ataupun tanpa *right issue*, tepatnya pada 40 hari di sekitar pengumuman. Imbal hasil saham dan volume perdagangan ini akan dikaitkan terhadap pemilikan tingkat risiko *financial distress* pada tahun sebelum pengumuman dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Risiko *financial distress* menjadi pembeda dalam penelitian ini. Sehingga sampel dapat dikelompokkan berdasarkan tingkat risiko yang dimiliki masing-masing emiten. Penghitungan probabilitasnya diperoleh dari data-data laporan keuangan perusahaan selama satu periode sebelum pengumuman SEO, yaitu penjualan, nilai pasar ekuitas, nilai buku atas kewajiban total, jumlah aset, jumlah utang, modal kerja bersih (*net working capital*), dan pendapatan sebelum bunga dan pajak. Probabilitas risiko *financial distress* ini akan diukur berdasarkan model Z-score oleh Edward I. Altman. Dengan metode *event studies*, penelitian dengan objek imbal hasil saham dan volume perdagangan akan menganalisis data

berkelompok. Sehingga imbal hasil saham diproksikan dengan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* sedangkan volume perdagangan akan diproksikan dengan *Average Trading Volume Turnover*.

F.1 Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, dimana data-data yang digunakan dalam penelitian ini bersifat kuantitatif. Data yang diperoleh dari hasil pengamatan nilai-nilai juga ditunjang oleh beberapa informasi kuantitatif dan kualitatif. Data-data tersebut adalah laporan keuangan yang terdiri dari laporan laba rugi, neraca, dan laporan perubahan modal serta data kinerja saham emiten dan kinerja pasar modal. Pendekatan tersebut digunakan karena penelitian ini dilakukan melalui proses pemikiran deduktif (melihat pola yang umum ke pola-pola khusus)⁴⁶. Proses pemikiran ini diterapkan dengan mendasarkan penelitian pada hipotesis-hipotesis yang telah ada sebelumnya terkait dengan peristiwa penawaran saham biasa oleh perusahaan tercatat.

F.2 Jenis Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan deskriptif. Deskriptif karena penelitian ini memiliki fokus untuk menjawab fenomena perubahan harga saham dan volume perdagangan saham pada saat pengumuman SEO berdasarkan tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten. Berdasarkan manfaatnya, penelitian ini digolongkan pada penelitian murni karena memiliki orientasi akademis dan ilmu pengetahuan sehingga dapat menjadi sumber gagasan, teori, dan metode yang

⁴⁶ Bambang Prasetyo dan Lina Miftahul Jannah, *Ibid.*, 32.

dapat diaplikasikan dalam penelitian selanjutnya.⁴⁷ Berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian *cross-sectional* karena hanya mengambil satu bagian dari gejala pada satu waktu tertentu.⁴⁸

F.3 Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan dengan teknik kuantitatif. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang dapat diperoleh dengan cara sebagai berikut:

1. Laporan keuangan tahunan untuk mengetahui data tentang *total assets*, *current asset*, *current liabilities*, *net sales*, *total liabilities*, *EBIT*, dan *accumulated retained earnings*, dan *shares outstanding*. Data ini diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang diakses dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan website resmi BEI.
2. Data harga saham harian dan volume perdagangan saham harian yang dapat diakses pada bagian Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di BEI, Reuters, dan www.finance.yahoo.com.
3. Prospektus penawaran saham tambahan untuk mengetahui tanggal pengumuman yang diakses dari PRPM BEI dan www.idx.co.id.
4. Informasi resmi mengenai IHSG periode 2001-2006
5. Informasi resmi mengenai nilai tukar Rupiah (IDR) terhadap US Dollar (USD) periode 2001-2006.

Penelitian ini dilakukan dengan cara mengumpulkan, mempelajari, dan menelaah data-data sekunder yang berhubungan dengan masalah yang diteliti. Selain dengan memperoleh langsung data sekunder di lokasi penelitian,

⁴⁷ Bambang Prasetyo dan Lina Miftahul Jannah, *Ibid.*, 38.

⁴⁸ Bambang Prasetyo dan Lina Miftahul Jannah, *Ibid.*, 45.

dilakukan pula pengkajian dan pendalaman literatur-literatur seperti buku, jurnal, maupun karya ilmiah lainnya yang berkaitan dengan masalah yang diteliti. Hal ini dilakukan untuk memperoleh informasi yang lebih menyeluruh sebagai dasar teori atau acuan untuk mengolah data-data yang diperoleh dalam studi lapangan.

F.4 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang melakukan pengumuman penawaran saham tambahan di Bursa Efek Indonesia selama periode 1 Januari 2001 hingga 31 Desember 2007 dan masih tercatat pada saat penelitian ini dilaksanakan. Perusahaan manufaktur dipilih karena model risiko *financial distress* oleh Altman hanya terbatas diaplikasikan pada perusahaan manufaktur.

Metode pemilihan sampel penelitian adalah dengan metode purposive sampling, yaitu pemilihan sampel berdasarkan kesesuaian terhadap kriteria tertentu. Adapun kriteria sampel penelitian ini adalah:

1. Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI hingga 1 Januari 2008 dan melakukan *Seasoned Equity Offering Announcement* pada periode 2001 hingga 2007.
2. Perusahaan yang memiliki periode pelaporan keuangan, yang berakhir pada 31 Desember.
3. Perusahaan yang mempunyai kelengkapan data laporan keuangan.
4. Perusahaan yang memiliki data harga saham harian.

5. Perusahaan yang likuid diperdagangkan selama periode estimasi dan pengamatan agar tidak mengalami bias dalam interpretasi hasil penelitian.
6. Perusahaan yang tidak melakukan aksi korporasi lainnya selama periode estimasi dan pengamatan.⁴⁹

F.5 Batasan Penelitian

Peneliti membatasi ruang lingkup penelitian dengan tujuan agar penelitian dapat dilakukan secara terarah dan hasil yang diperoleh dapat dimanfaatkan dengan sebaik-baiknya. Selain itu pembatasan penelitian digunakan untuk menciptakan keefektifan waktu. Adapun pembatasan penelitian sebagai berikut:

1. Probabilitas risiko *financial distress* diukur berdasarkan model yang Altman (1968).
2. Kinerja imbal hasil saham abnormal diukur melalui *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)*.
3. Kinerja volume perdagangan diukur melalui *Average Trading Volume Turnover*.
4. Variabel-variabel yang mempengaruhi imbal hasil saham dan volume perdagangan saham di pasar modal hanya dibatasi pada pengumuman resmi penerbitan saham tambahan (kode surat RI, ITH, atau KI) oleh BEI.
5. Teori *Efficient Market Hypothesis* oleh Eugene F. Fama (1970).

⁴⁹ Untuk menghindari *confounding effect* (dalam A. Craig MacKinlay, *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, Vol. 35, 1997, 14)

G. Penarikan Simpulan

Setelah tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten dapat di definisikan, pergerakan imbal hasil saham dan volume perdagangan sebelum dan sesudah pengumuman SEO akan diamati dan diuji tingkat signifikansinya. Sehingga uji empiris dapat dilakukan di pasar modal Indonesia.

