



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA REGULER

SKRIPSI

**PENGARUH PENGUMUMAN
SEASONED EQUITY OFFERING (SEO)
TERHADAP IMBAL HASIL DAN VOLUME
PERDAGANGAN SAHAM BERDASARKAN
TINGKAT RISIKO *FINANCIAL DISTRESS***

(Studi Empiris terhadap Perusahaan Manufaktur yang
Melakukan Pengumuman SEO di Bursa Efek Indonesia
pada Tahun 2001-2007)

Oleh:
ARIFA ISLAMIE
0904100064

Diajukan sebagai salah satu syarat dalam memperoleh gelar
Sarjana Sosial dalam bidang Ilmu Administrasi Niaga

Depok, 2008



UNIVERSITY OF INDONESIA
FACULTY OF SOCIAL AND POLITICAL SCIENCES
DEPARTEMEN OF ADMINISTRATIVE SCIENCE
UNDERGRADUATE PROGRAM

ABSTRACT

ARIFA ISLAMIE (0904100064), *Seasoned Equity Offering (SEO) Announcement Effect to Stock Return and Stock Trading Volume Based on Degree of Financial Distress Risk: Empirical Study of Manufacturing Firms Listed on Indonesia Stock Exchange in The Period 2001-2007, xiv + 104 pages + 24 tables + 13 pictures + 6 attachments + 40 bibliographies (1972-2007).*

This research examined the announcement of seasoned equity offering to stock return and trading volume. This study grouped its sample by degree of financial distress risk. When managers realizing that the distress risk is rising, a firm will choose financed its activity by equity rather than bond. If investors recognize this chain of events, then the stock price will decrease by the announcement of seasoned equity. It's called **the static tradeoff** between tax benefit and distress risk from debt-financing (Myers, 1989). The purpose of this research is to know the behavior of stock return and trading volume for each sample group.

SEO announcement is an interesting subject because it has no hypothesis which best described the phenomenon on each capital market within a country. There are many different SEO effects depend on its capital market structure and efficiency which is support **the efficient market hypothesis** (Fama, 1970). Asquith and Mullins (1986) found signaling as the answer of negative price reaction, while Tsangarakis (1996) found investment opportunities as response of positive price effect.

This research is using an event studies method in order to meet its objectives. By 41 days of event period, this research wants to get better return and trading volume behavior around announcement day. But, since bigger firms has harder public exposure, then this research restrict its event only for formal announcement done by Indonesia Stock Exchange (IDX).

The result support Asquith and Mullins research and there is no evidence that Indonesian investors knowing about financial distress risk owned by listed firms. Significant cumulative average abnormal return was found in every sample group. Negative price effect was larger for group with high financial distress risk. On the contrary, higher volume turnover was booked by the group of high financial distress risk.

This study suggested listed shares not to issue equity if its purpose is to do a financial restructuring. Because, once investors realize that distress risk have had risen, stock price will fall and the trading volume will be lessen. Further study could do some improvement by measuring the operating performance of the SEO firms, use other financial distress prediction model, or use other stock return calculation model.



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN LMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA

LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : Arifa Islamie

NPM : 0904100064

Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga

Menyatakan bahwa Skripsi yang berjudul

**PENGARUH PENGUMUMAN *SEASONED EQUITY OFFERING* (SEO)
TERHADAP IMBAL HASIL DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM
BERDASARKAN TINGKAT RISIKO *FINANCIAL DISTRESS* (STUDI EMPIRIS
TERHADAP PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG MELAKUKAN
PENGUMUMAN SEO DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2001-2007)**

benar-benar merupakan hasil karya pribadi dan seluruh sumber yang dikutip
maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Juni 2008

ARIFA ISLAMIE
0904100064



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN LMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA

LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama : Arifa Islamie
NPM : 0904100064
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Judul Skripsi : Pengaruh Pengumuman *Seasoned Equity Offering* (SEO) terhadap Imbal Hasil dan Volume Perdagangan Saham Berdasarkan Tingkat Risiko *Financial Distress* (Studi Empiris terhadap Perusahaan Manufaktur yang Melakukan SEO di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2001-2007)
telah diperiksa oleh Ketua Program Sarjana dan Pembimbing serta dinyatakan layak untuk diajukan ke sidang Skripsi Program Sarjana Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia.

Ketua Program Sarjana,

Dr. Roy V. Salomo, M.Soc. Sc.
NIP. 131 798 608

Disetujui Oleh

Pembimbing,

Dr. Chandra Wijaya, M.Si., MM.
NIP. 132 098 105



UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS ILMU SOSIAL DAN ILMU POLITIK
DEPARTEMEN ILMU ADMINISTRASI
PROGRAM SARJANA

LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Nama : Arifa Islamie
NPM : 0904100064
Program Studi : Ilmu Administrasi Niaga
Judul Skripsi : Pengaruh Pengumuman *Seasoned Equity Offering* (SEO) terhadap Imbal Hasil dan Volume Perdagangan Saham Berdasarkan Tingkat Risiko *Financial Distress* (Studi Empiris terhadap Perusahaan Manufaktur yang Melakukan SEO di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2001-2007)
telah dipertahankan di hadapan sidang Penguji Skripsi Program Sarjana Departemen Ilmu Administrasi Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Universitas Indonesia, pada Hari Selasa, Tanggal 24 Juni 2008.

Penguji Skripsi

Ketua Sidang,

Prof. Dr. Ferdinand D. Saragih, MA
NIP. 131 660 869

Pembimbing,

Dr. Chandra Wijaya, M.Si., MM.
NIP. 132 098 105

Penguji Ahli,

Ir. Bernardus Y. Nugroho, MSM. Ph.D
NIP. 131 851 268

Sekretaris Sidang

Dra. Retno Kusumastuti, M.Si.
NUP. 0900500028

v



I am Honored to Dedicate This Work of Knowledge

To my beloved parents,
Muhammad Aswinarya Islamie and Lucia Lenggo Geni

For understanding and trust
For support and encouragement
For the unlimited love and affection
For lips and heart which never stop praying

And also

To my beloved sisters,
K Mira and Aida

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirabbil Alamiin.. Seuntai kata terucap penuh syukur atas ridho dan restu Allah SWT dan orang tua, sehingga peneliti mampu menyelesaikan karya ilmiah ini dengan baik dan tepat pada waktunya.

Skripsi ini berjudul **Pengaruh Pengumuman *Seasoned Equity Offering* (SEO) terhadap Imbal Hasil Saham dan Volume Perdagangan Berdasarkan Tingkat Risiko *Financial Distress*** (Studi Empiris terhadap Perusahaan Manufaktur yang Melakukan SEO di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2001-2007). Skripsi ini membahas aksi korporasi penerbitan saham tambahan terhadap *average abnormal return*, *cumulative average abnormal return* dan *trading volume turnover*.

Penulisan skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi syarat kelulusan serta untuk mencapai gelar strata satu Ilmu Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.

Dalam menjalani masa studi dan penulisan skripsi ini, peneliti banyak mendapat bimbingan serta bantuan dari berbagai pihak. Untuk itu dalam kesempatan ini peneliti ingin mengucapkan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Prof. Dr. Bambang Shergi Laksmono, M.Sc selaku Dekan Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.
2. Prof. Dr. Eko Prasajo, Mag. rer. publ. selaku Ketua Departemen Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.
3. Dr. Roy V. Salomo M.Soc.Sc selaku Ketua Program Sarjana Reguler Ilmu Administrasi, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.
4. Prof. Dr. Ferdinand D. Saragih, MA. selaku Ketua Program Studi Ilmu Administrasi Niaga, Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia dan ketua sidang skripsi.
5. Ir. Bernardus Yulianto Nugroho, MM., Ph.D. selaku penguji ahli sidang skripsi.
6. Dr. Chandra Wijaya, M.Si, MM. selaku pembimbing skripsi yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan dan pengarahan dalam rangka penyusunan skripsi ini.

7. Dra. Retno Kusumastuti, M.Si. selaku sekretaris sidang skripsi.
8. Prof. Dr. Masliana Bangun Sitepu yang telah membimbing peneliti selama proses akademik di FISIP UI.
9. Segenap dosen dan karyawan FISIP UI, khususnya Departemen Ilmu Administrasi.
10. Rika, Dani, Tika, Indiet, April, Vera, Dyah... Sahabat terbaik.
11. Teman-teman seperjuangan, mahasiswa Administrasi Niaga UI 2004...
Terutama Nadjmi, Bheqy, Juned, Chee-Chee, Cecil, Rini, Nisa, Bias, Decy, Etha, Karin, Cory, Viko, Nanda, serta Mona & Ike. Teman-teman lain yang telah membantu dan menyemangati Dita, Icha, Ai, Sari dan Pus....

Peneliti menyadari bahwa penelitian dan penulisan karya ilmiah ini tidaklah sempurna. Oleh karena itu, petunjuk, saran dan kritikan yang membangun akan diterima peneliti dengan segala kelapangan dada sehingga penelitian ini dapat melangkah maju menuju kesempurnaan.

Jakarta, 24 Juni 2008

Peneliti

DAFTAR ISI

| | |
|---|------|
| LEMBAR JUDUL | i |
| ABSTRACT | ii |
| LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN | iii |
| LEMBAR PERSETUJUAN SKRIPSI..... | iv |
| LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI | v |
| LEMBAR PERSEMBAHAN..... | vi |
| KATA PENGANTAR..... | vii |
| DAFTAR ISI..... | ix |
| DAFTAR TABEL..... | xii |
| DAFTAR GAMBAR..... | xiii |
| DAFTAR LAMPIRAN..... | xiv |
| | |
| BAB I PENDAHULUAN..... | 1 |
| A. Latar Belakang Masalah..... | 1 |
| B. Identifikasi Masalah..... | 12 |
| C. Maksud dan Tujuan Penelitian | 12 |
| D. Signifikansi Penelitian..... | 14 |
| E. Sistematika Penulisan | 15 |
| | |
| BAB II KERANGKA TEORI DAN METODE PENELITIAN | 16 |
| A. Tinjauan Pustaka..... | 16 |
| B. Konstruksi Model Teoritis | 23 |
| B.1 <i>Financial Distress</i> | 23 |
| B.2 Penerbitan Saham | 26 |
| B.3 Imbal Hasil Saham | 33 |
| B.4 Volume Perdagangan | 34 |
| C. Model Analisis | 35 |
| D. Hipotesis Penelitian | 36 |
| E. Tahapan Penelitian | 37 |
| E.1 Pendefinisian Waktu Event dan Penentuan Sampel..... | 37 |
| E.2 Pendefinisian Periode Studi | 38 |

| | |
|---|--------|
| E.3 Mengukur Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> | 38 |
| E.4 Pengujian Imbal Hasil Abnormal Saham | 39 |
| E.5 Pengujian Volume Perdagangan..... | 43 |
| F. Metode Penelitian..... | 45 |
| F.1 Pendekatan Penelitian..... | 46 |
| F.2 Jenis Penelitian | 46 |
| F.3 Teknik Pengumpulan Data | 47 |
| F.4 Populasi dan Sampel Penelitian | 48 |
| F.5 Batasan Penelitian | 49 |
| G. Penarikan Kesimpulan..... | 50 |
| BAB III GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN..... | 51 |
| A. Gambaran Umum Bursa Efek Indonesia | 51 |
| A.1 Mekanisme Perdagangan SEO di BEI..... | 55 |
| B. Gambaran Umum Emiten Sampel Penelitian..... | 57 |
| BAB IV ANALISIS PENGARUH PENGUMUMAN SEO TERHADAP IMBAL HASIL DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM..... | 58 |
| A. Pemilihan Sampel | 58 |
| A.1 Kelompok Sampel Emiten Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah | 59 |
| A.2 Kelompok Sampel Emiten Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang | 59 |
| A.3 Kelompok Sampel Emiten Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi..... | 60 |
| A.4 Kelompok Sampel Emiten Total | 61 |
| B. Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham | 63 |
| B.1 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Kelompok Tingkat FD Rendah..... | 64 |
| B.2 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Kelompok Tingkat FD Sedang..... | 69 |
| B.3 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Kelompok Tingkat FD Tinggi..... | 72 |

| | |
|--|-----|
| B.4 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham | 77 |
| B.5 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Imbal Hasil Abnormal Saham Antar Kelompok Sampel | 81 |
| C. Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Volume Perdagangan..... | 83 |
| C.1 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Volume Perdagangan Kelompok Tingkat FD Rendah | 84 |
| C.2 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Volume Perdagangan Kelompok Tingkat FD Sedang | 87 |
| C.3 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Volume Perdagangan Kelompok Tingkat FD Tinggi..... | 90 |
| C.4 Analisis Dampak Pengumuman SEO Terhadap Volume Perdagangan Saham | 94 |
| BAB V SIMPULAN DAN REKOMENDASI | 97 |
| A. Simpulan..... | 97 |
| B. Rekomendasi..... | 98 |
| B.1 Rekomendasi Bagi Investor | 98 |
| B.2 Rekomendasi Bagi Perusahaan Publik | 98 |
| B.3 Rekomendasi Bagi BAPEPAM-LK | 99 |
| B.4 Rekomendasi Bagi Penelitian Selanjutnya | 99 |
| DAFTAR PUSTAKA..... | 100 |
| DAFTAR RIWAYAT HIDUP | 104 |

DAFTAR TABEL

| | | |
|-------------|---|----|
| Tabel II.1 | Ringkasan Penelitian-Penelitian Terdahulu | 21 |
| Tabel III.1 | Perdagangan Saham BEI Tahun 2000-2007 | 53 |
| Tabel III.2 | Perkembangan Nilai Emisi Per Sektor Tahun 2007 | 54 |
| Tabel III.3 | Karakteristik <i>Rights</i> (HMETD) di Bursa Efek Jakarta | 56 |
| Tabel III.4 | Sampel Penelitian Per Sektor..... | 57 |
| Tabel IV.1 | Sampel Emiten Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah..... | 59 |
| Tabel IV.2 | Sampel Emiten Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang..... | 60 |
| Tabel IV.3 | Sampel Emiten Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi | 61 |
| Tabel IV.4 | AAR Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah..... | 65 |
| Tabel IV.5 | CAAR (-20,+20) Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah..... | 66 |
| Tabel IV.6 | AAR Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang..... | 70 |
| Tabel IV.7 | CAAR (-20,+20) Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang..... | 71 |
| Tabel IV.8 | AAR Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi | 73 |
| Tabel IV.9 | CAAR (-20,+20) Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi | 74 |
| Tabel IV.10 | AAR Kelompok Sampel Total | 77 |
| Tabel IV.11 | CAAR (-20,+20) Kelompok Sampel Total | 79 |
| Tabel IV.12 | VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah..... | 84 |
| Tabel IV.13 | <i>Cumulative</i> VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah..... | 86 |
| Tabel IV.14 | VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang | 87 |
| Tabel IV.15 | <i>Cumulative</i> VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang..... | 89 |
| Tabel IV.16 | VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi | 91 |
| Tabel IV.17 | <i>Cumulative</i> VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi | 93 |
| Tabel IV.18 | VTO Kelompok Sampel Total | 94 |
| Tabel IV.19 | <i>Cumulative</i> VTO Kelompok Sampel Total..... | 96 |

DAFTAR GAMBAR

| | |
|--|----|
| Gambar II.1 <i>Stock-Based Insolvency</i> | 23 |
| Gambar II.2 <i>Flow-Based Insolvency</i> | 24 |
| Gambar II.3 Tindakan Perusahaan Saat Mengalami <i>Financial Distress</i> | 25 |
| Gambar II.4 Model Analisis Penelitian..... | 36 |
| Gambar IV.1 AAR dan CAAR Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah..... | 67 |
| Gambar IV.2 AAR dan CAAR Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang | 72 |
| Gambar IV.3 AAR dan CAAR Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi | 75 |
| Gambar IV.4 AAR dan CAAR Kelompok Sampel Total..... | 79 |
| Gambar IV.5 CAAR Total Sampel..... | 81 |
| Gambar IV.6 VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Rendah..... | 85 |
| Gambar IV.7 VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Sedang | 88 |
| Gambar IV.8 VTO Kelompok Tingkat Risiko <i>Financial Distress</i> Tinggi..... | 92 |
| Gambar IV.9 VTO Kelompok Sampel Total | 95 |

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Surat Pengumuman *Right Issue*
- Lampiran 2 Surat Pengumuman Informasi Tanpa HMETD
- Lampiran 3 Pengolahan Data Z-Score
- Lampiran 4 Pengolahan Data *Market Model*
- Lampiran 5 Pengolahan Data Uji Statistik t
- Lampiran 6 Pengolahan Data Uji Beda Rata-Rata



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Dalam menjaga kelangsungan kegiatan usahanya, perusahaan seringkali membutuhkan dana tambahan yang diperoleh melalui sumber internal dan eksternal perusahaan. Sumber internal berasal dari laba ditahan sedangkan pembiayaan eksternal salah satunya bersumber dari utang yang terdiri dari penundaan pembayaran utang sebagai sumber modal kerja, pinjaman jangka pendek, dan pinjaman jangka panjang. Sumber eksternal lainnya adalah dengan menerbitkan saham preferen (*preferred stock*), atau menerbitkan saham biasa (*common stock*).¹ Penawaran ekuitas perusahaan untuk pertama kalinya kepada pasar disebut dengan penawaran saham perdana (*Initial Public Offerings/IPO*). Sedangkan penawaran ekuitas tambahan yang dilakukan oleh perusahaan publik di luar IPO, dinamakan dengan *Seasoned Equity Offerings (SEO)*.²

Bagi perusahaan, penerbitan saham biasa merupakan sumber dana eksternal jangka panjang dimana perusahaan tidak memiliki kewajiban untuk melakukan pengembalian kepada penanam modal. Saham tidak memiliki batas waktu jatuh tempo, namun menjadi bukti kepemilikan perusahaan. Pengembalian bagi penanam modal lebih bersifat kontraktual. Hal ini disebabkan pengembalian

¹ Ferdinand D. Saragih, *et.al.*, *Dasar-Dasar Keuangan Bisnis: Teori dan Aplikasi*, Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, 2005, 2.

² Sri Sulistyanto dan Haris Wibisono, *Seasoned Equity Offerings: Antara Agency Theory, Windows of Opportunity, dan Penurunan Kinerja*, (Simposium Nasional Akuntansi VI), 2003, 131.

dalam bentuk dividen terjadi apabila perusahaan memiliki laba usaha dan juga disepakati dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk membagi dividen. Besaran pembagian dividen pun tidak tetap, tergantung pada laba usaha yang diperoleh dan kesempatan investasi yang mungkin dilakukan perusahaan di masa mendatang.

Perolehan pendanaan eksternal berupa ekuitas bagi perusahaan-perusahaan yang telah tercatat di bursa efek (*listed company*) telah melakukan IPO) dapat dilakukan dengan dua cara. Cara pertama adalah melalui penjamin emisi efek atau dikenal juga dengan *general cash offer*. Cara kedua adalah tanpa penjamin emisi efek atau lebih dikenal dengan penawaran saham dengan hak memesan efek terlebih dahulu atau *right issue*.

General cash offer adalah metode yang sama dengan penawaran saham untuk pertama kalinya (IPO) kepada publik. Menggunakan jasa penjamin pelaksana emisi efek dan penjamin emisi efek untuk merekomendasikan harga penawaran saham tambahan, menawarkan dan mendistribusikan saham kepada calon *investor* baru. Biaya yang ditimbulkan dari metode ini relatif lebih tinggi bagi kedua belah pihak. Perusahaan harus membayar jasa *underwriter* sedangkan pemegang saham lama akan mengalami dilusi terhadap persentase kepemilikan perusahaan. *General cash offer* adalah metode penawaran saham tambahan yang umum dilaksanakan di Amerika Serikat dan Jepang.

Hak memesan efek terlebih dahulu adalah metode yang lebih umum digunakan di Indonesia. Hal ini sesuai dengan Peraturan Bapepam Nomor IX.D.1 untuk mengutamakan penerbitan saham tambahan dengan mempertahankan porsi kepemilikan *investor* yang lama. *Right issue* adalah penawaran hak (*right*) yang diberikan kepada pemegang saham lama untuk membeli saham tambahan

pada harga yang lebih rendah daripada harga pasar saat ini.³ Misalnya untuk mendapatkan 1 saham baru, pemegang saham lama harus memiliki 5 lembar saham (rasio 5:1).

Motivasi perusahaan untuk memperoleh dana tambahan eksternal idealnya adalah untuk membiayai proyek yang diekspektasikan manajemen akan memiliki *future cash flow* yang positif. Apabila perusahaan memutuskan untuk membiayainya dari ekuitas (*junior claiming securities*), maka perusahaan telah yakin atas ekspektasi *future cash flow*. Uji kelayakan proyek ini dilakukan manajemen dengan mengukur *net present value* (NPV), *internal rate of return* (IRR), dan *profitability index* (PI) dari suatu proyek. NPV adalah perbedaan antara nilai sekarang dari ekspektasi kas masa depan dengan investasi yang dikeluarkan pada saat ini.⁴ Proyek yang layak adalah proyek yang memiliki NPV positif, IRR yang melebihi risiko aset-bebas-risiko, dan juga PI yang positif dan signifikan berbeda dari 0. Namun, NPV merupakan alat ukur yang terbaik.⁵

Menurut *stock price valuation model*, setiap proyek yang memiliki NPV positif akan menyebabkan harga saham yang telah beredar di pasar sekunder meningkat pada masa yang akan datang. Hal ini terkait dengan kesempatan berinvestasi bagi perusahaan dan ekspektasi atas hasil investasi tersebut yang akan dicerminkan dalam laba usaha dan pada akhirnya tercermin dalam *earning per share* sehingga menguntungkan *shareholder* perusahaan.⁶ Namun bukti

³ Dahlan Siamat, *Manajemen Lembaga Keuangan*, Depok: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2001, 270

⁴ M. Manullang, *Pengantar Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: Penerbit Andi, 2005, 126.

⁵ Richard Brealey dan Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance 6th Edition*, Boston: Mc Graw Hill, 2000.

⁶ David J. Denis, *Investment Opportunities and The Market Reaction to Equity Offerings*, (The Journal of Quantitative Analysis, Vol. 29, No. 2) 1994, 161.

empiris yang ditemukan penelitian-penelitian sebelumnya adalah terdapatnya penurunan harga saham yang signifikan pada saat pengumuman SEO.⁷

Investor rasional akan bereaksi terhadap kejadian yang menyebabkan perubahan karakteristik pendapatan dan biaya perusahaan. Reaksi tersebut akan berbeda bagi pemegang obligasi dan pemegang saham. Hal ini disebabkan perbedaan karakteristiknya. Pemegang obligasi dijanjikan pembayaran yang tetap oleh perusahaan sedangkan pemegang saham hanya berhak atas apa yang tersisa. Oleh karena itu, pemegang saham lebih sensitif daripada pemegang obligasi.

Penerbitan saham tambahan menjadi alat bagi manajemen untuk memberikan sinyal kepada *stakeholder* perusahaan tentang perubahan ekspektasi manajemen atas kinerja perusahaan di masa mendatang. Namun penawaran publik ekuitas diartikan *investor* sebagai sinyal negatif.⁸ Sedangkan *debt-financing* diartikan *investor* sebagai sinyal yang lebih positif. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa manajer perusahaan akan melakukan SEO saat harga sahamnya *overpriced* untuk memperoleh dana yang lebih besar. Jika *investor* menyadari hal tersebut, penurunan harga pasar saat pengumuman SEO merupakan suatu mekanisme untuk melindungi calon-calon *investor* lainnya.⁹ Hal ini turut berkaitan dengan asimetri informasi antara manajemen dan *investor*.

Penurunan harga saham saat pengumuman SEO juga dijelaskan melalui *price-pressure hypothesis* yang menyatakan terdapatnya kurva permintaan

⁷ Paul Asquith dan David W. Mullins, *Equity Issues and Offering Dilution*. (Journal of Financial Economics, Vol. 15), 1986, 61

⁸ Paul Asquith dan David W. Mullins, *Ibid*.

⁹ Jay Ritter, 2003 dalam Ross, Westerfield, dan Jaffe, *Corporate Finance 7th Edition*, US: Mc Graw Hill, 2002.

saham perusahaan berbentuk *downward sloping*.¹⁰ Dimana penambahan saham beredar secara otomatis akan menurunkan harga saham. Namun, hipotesis ini kontras terhadap literatur teoritis yang menyatakan kurva permintaan adalah horizontal dan harga saham terbentuk dari keseimbangan antara risiko dan imbal hasil serta *future cash flow* sekuritas tersebut. Oleh karena itu *signaling hypothesis*, dan *price-pressure hypothesis* menjadi faktor penjelas terhadap jatuhnya harga saham pada saat pengumuman SEO berdasarkan penelitian di era 80an.

Beberapa penelitian yang meneliti dampak harga saham pada saat pengumuman SEO yang terangkum dalam Asquith dan Mullins (1986) adalah: Modigliani dan Miller (1963); Scholes (1972); Kraus dan Stoll (1972); Leland dan Pyle (1977); Marsh (1979); DeAngelo dan Masulis (1980); Masulis (1980a, b, 1983); Miller dan Rock's (1982); Hess dan Frost (1982); Myers dan Majluf (1983). Hasil dari rangkuman penelitian terdahulu, Asquith dan Mullins menemukan tiga dampak pengumuman SEO terhadap harga saham, yaitu *no price effect* yang sesuai dengan *efficient market hypothesis*, *positive price effect* yang sesuai dengan *investment opportunities* dan penghindaran *agency problem* dan *cost of financial distress*, dan *negative price effect* yang sesuai dengan *signaling hypothesis*.

Pada penelitian Korwar (1983) yang fokus pada dampak 424 penawaran saham untuk pertama kalinya melalui SEO terhadap harga saham pada saat pengumuman menemukan bahwa terdapat penurunan harga sebesar 2,5%. Namun penelitian ini tidak mengaitkan SEO terhadap jumlah saham yang ditawarkan melainkan pada perspektif struktur modal. Sedangkan, pada

¹⁰ Myron S. Scholes, *The Market for Securities: Substitution versus Price-Pressure and The Effects of Information Share Price*, (Journal of Business 45), 1972, 179-211.

penelitian Asquith dan Mullins (1986), terdapat penurunan harga saham yang signifikan yaitu sebesar 2,7% apabila dikaitkan dengan jumlah saham yang ditawarkan.

Penjelasan mengenai pembiayaan eksternal ini juga terkait erat dengan struktur modal dan *pecking order hypothesis* karena struktur modal mempengaruhi risiko, imbal hasil, dan nilai perusahaan.¹¹ Dalam penelitian yang dilakukan oleh Myers (1984), seharusnya perusahaan mengambil keputusan pembiayaan yang didasarkan pada target struktur modal yang ingin dicapai (proporsi antara utang dan ekuitas). Hal ini sesuai dengan strategi struktur modal. Manajemen akan berusaha untuk mencapainya dalam jangka panjang, walaupun tidak setiap waktu. Bukti empiris dari penelitian di Amerika menyatakan sebaliknya. Banyak perusahaan besar lebih mengikuti *pecking order hypothesis*. Analisisnya adalah nilai perusahaan akan lebih meningkat jika melaksanakan *pecking order theory*, yang dengan kata lain akan meminimisasi biaya informasi.¹²

Tokyo Stock Exchange yang proporsi kepemilikan sahamnya lebih dikuasai *investor* institusi keuangan dan *investor* besar dan stabil lainnya memberikan bukti empiris yang sama dengan pasar modal di Amerika. Jun Chai dan Tim Loughran (1998) meneliti 1.389 perusahaan di Jepang yang melakukan SEO pada tahun 1971-1992.¹³ Berdasarkan *benchmarking* yang dilakukan terhadap kinerja operasi *matching-firm adjusted non-SEO*, imbal hasil saham rata-rata perusahaan SEO dan non-SEO masing-masing adalah 13% dan 16% dalam jangka waktu 5 tahun sesudah SEO. Sedangkan nilai tengah *operating*

¹¹ Ferdinand D. Saragih, *et.al.*, *Op.Cit.*, 136.

¹² Stewart C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, (Journal of Finance, Vol. 39), 1984, 572-592.

¹³ Jun Chai, Tim Loughran, *The Performance of Japanese SEO, 1971-1992*, (Pacific-Basin Finance Journal 6), 1998, 395.

income dibagi total aktiva perusahaan SEO jatuh dari 11,2 menjadi 8,4% dan perusahaan non-SEO jatuh dari 10,9 ke 9,2% dalam jangka waktu 5 tahun. Kesimpulannya, kinerja perusahaan yang melakukan SEO lebih buruk daripada yang tidak melakukan SEO. Dari hasil regresi, penelitian ini menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara *free cash flow* sebelum SEO dan penurunan laba sesudah SEO sehingga tidak konsisten dengan *agency cost theory*.¹⁴

Berbeda dari pasar modal di Amerika dan Jepang yang bersifat *developed market*, beberapa pasar modal yang bersifat *emerging market* memberikan bukti-bukti empiris yang berbeda. Pada penelitian Tsangarakis (1996) di Yunani, *cumulative average abnormal return* (CAAR) dari saham pada t_{-10} hingga t_0 adalah positif dan signifikan pada tingkat keyakinan 95% sebesar 11,52%. Sedangkan CAAR pada t_{-1} hingga t_0 adalah sebesar 3,97% signifikan pada $\alpha=0,01$.¹⁵ Dengan demikian, penawaran *right issue* diartikan sebagai suatu sinyal positif bagi penanam modal di Yunani. Pasar modal di Korea juga mengalami kenaikan harga saham yang signifikan pada hari disekitar pengumuman penawaran *right issue* (Kang, 1990).¹⁶ Hal ini diasosiasikan dengan persepsi *investor* tentang SEO sebagai sinyal positif dari manajemen.

Pasar modal di Indonesia bersifat *emerging market*. Namun, penelitian Aski Catranti (2007) menyatakan bahwa adanya *rights issue* cenderung menimbulkan reaksi pasar yang negatif terhadap harga saham pada saat *ex-date* (*rights* sudah tidak berlaku lagi) sebesar 6,4% pada tingkat signifikansi 5%.

¹⁴ Jun Chai, Tim Loughran, *Loc. Cit.* 421.

¹⁵ Nickolaos V. Tsangarakis, *Shareholder Wealth Effect of Equity Issues in Emerging Markets: Evidence from Right Offerings in Greece* (Financial Management Vol. 25, No.3), 1996, 26.

¹⁶ Nickolaos V. Tsangarakis. *Loc. Cit.* 22.

Namun, pada *cum-date* (satu hari sebelum *ex-date*) reaksi pasar masih positif dengan rata-rata *abnormal return* sebesar 3.95% pada tingkat signifikansi 1%.¹⁷

Dalam membiayai kegiatan perusahaan, selain SEO, utang juga dapat digunakan sebagai sumber pembiayaan. Perusahaan konvensional akan lebih memilih rasio utang terhadap modal yang menyeimbangkan pengurangan pajak (*tax shield*) dari pembiayaan melalui utang dengan biaya yang mungkin ditimbulkan oleh *financial distress* (Masulis dan Korwar, 1986). Sehingga pembiayaan melalui SEO dapat digolongkan kurang positif jika dibandingkan dengan utang.

Keputusan pembiayaan perusahaan seringkali menjadi pertukaran statis antara pembiayaan melalui utang dengan penghematan pajak terhadap *financial distress*, terutama antara *agency cost* dari menerbitkan utang berisiko terhadap biaya yang mungkin dikeluarkan apabila terjadi likuidasi ataupun reorganisasi. Hal ini dikenal dengan *static tradeoff theory* oleh Stewart C. Myers.¹⁸ Oleh karena itu, jika manajer memiliki informasi terbatas mengenai peningkatan risiko akan *financial distress* maka tentu manajer akan memilih penerbitan saham baru untuk memperoleh dana segar demi membayar utang yang akan jatuh tempo dan menghindari risiko likuidasi dan reorganisasi.

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 korektif (Wruck, 1990). Dalam menghadapi *financial distress*, perusahaan akan dihadapi dengan dua pilihan yaitu melakukan atau tidak melakukan

¹⁷ Aski Catranti, "Dampak *Right issue* terhadap Return dan Trading Volume: Studi Empiris terhadap Perusahaan yang Listing di BEJ tahun 2001-2006", *Skripsi pada Departemen Ilmu Administrasi Niaga FISIP UI*, 2007, 28, tidak diterbitkan.

¹⁸ Joel M. Stern dan Donald H. Chew, Jr, *The Revolution in Corporate Finance, 4th Edition*, UK: Blackwell Publishing, 2003, 126.

restrukturisasi keuangan. Tindakan yang dapat dilakukan manajemen dalam menghadapi *financial distress* adalah menjual aset perusahaan, merger, menurunkan anggaran untuk pos riset dan pengembangan, menerbitkan saham baru, bernegosiasi dengan bank dan kreditor lainnya, mengubah utang menjadi ekuitas, atau menyatakan kepailitan.

Banyaknya hipotesis yang mencoba menjawab penurunan harga saham pada saat SEO, tidak secara kuat dapat menjawab fenomena tersebut pada pasar modal di tiap-tiap negara. *Pecking-order hypothesis*, *agency cost*, *free cash flow hypothesis*, *signaling hypothesis*, dan *price-pressure hypothesis* adalah beberapa teori yang menjadi acuan dalam penelitian-penelitian tentang kinerja saham dan kinerja operasi perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering*. Signifikansi dari tiap-tiap teori tersebut tidak secara stabil dapat memprediksi penurunan harga saham pada sebagian besar *developed market* atau kenaikan harga pada sebagian besar *emerging market*.

Untuk meneliti secara lebih menyeluruh terhadap reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan saham tambahan, penelitian ini juga akan meneliti dampak dari pengumuman SEO terhadap volume perdagangan saham (sebagai proksi dari likuiditas saham). Hal ini didorong oleh minimnya penelitian tentang likuiditas saham pada hari di sekitar pengumuman SEO. Likuiditas perdagangan itu sendiri juga menjadi karakteristik investasi yang penting bagi *investor*.

Penelitian sebelumnya terkait dengan likuiditas perdagangan adalah penelitian *event studies* yang dilakukan oleh Aski Catranti (2007) yang menganalisa dampak *right issue* terhadap imbal hasil dan volume perdagangan saham pada hari di sekitar *ex-date*¹⁹ dan Sherly (2002) yang menganalisa dampak *stock split* terhadap kekayaan pemegang saham dan likuiditas

¹⁹ Aski Catranti, *Ibid*, 7.

perdagangan²⁰. Selanjutnya terdapat penelitian yang dilakukan oleh Goyal et al. (1994) yang meneliti perilaku harga saham di sekitar *ex-date* pada perusahaan yang melakukan *rights issue* yang terdaftar di Tokyo Stock Exchange.²¹ Selain melihat pengaruh *right issue* terhadap return, Goyal et al. juga melihat pengaruhnya terhadap volume perdagangan. Analisa terhadap likuiditas perdagangan ini didasarkan pada *Expectation Life Cycle Hypothesis*²².

Dengan demikian, penelitian ini akan berusaha mengukur kinerja abnormal saham dan volume perdagangan pada hari di sekitar pengumuman SEO. Perbedaan dengan penelitian sebelumnya adalah emiten yang menerbitkan saham tambahan akan dikelompokkan berdasarkan tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki, yaitu dengan tingkat risiko rendah, sedang, dan tinggi. Selain itu, terdapat pula pengukuran dampak pengumuman SEO terhadap kelompok sampel total. Hal ini dilakukan untuk mengetahui reaksi *investor* di Indonesia bagi tiap-tiap kelompok risiko yang dimiliki emiten.

Penelitian ini menggunakan model Altman (1968) untuk mengukur probabilitas risiko *financial distress* emiten. Model ini hanya terbatas untuk perusahaan manufaktur yang terbuka. Hal ini disebabkan belum terdapatnya suatu model prediksi kebangkrutan untuk perusahaan non-perbankan. Selain itu, sektor manufaktur di Indonesia memiliki kemampuan pemulihan yang cukup buruk dibandingkan sektor pertanian, sektor gas, air, dan listrik, sektor pertambangan serta komunikasi pada saat krisis ekonomi 1998. Data Biro Pusat

²⁰ Sherly, "Dampak Stock Split Terhadap Kekayaan Pemegang Saham dan Likuiditas Perdagangan (Uji Empiris pada Perusahaan-Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2001)", Skripsi pada Departemen Ilmu Administrasi Niaga, FISIP UI, 2002, 9, tidak diterbitkan.

²¹ Vidhan Goyal, Chuan-Yang Hwang, Narayanan Jayaraman, and Kuldeep Shastri, *The ex-date impact of rights offerings: The Evidence from firms listed on the Tokyo Stock Exchange*, (Pacific-Basin Finance Journal Vol. 2), 1994.

²² Bernstein, 1993-1995.

Statistik (BPS) menyatakan sebanyak 13% dari perusahaan manufaktur mengalami kebangkrutan pada masa itu.

Sebagai salah satu *fundamental building block* teori keuangan,²³ *efficient market hypothesis* juga terkait erat dengan penelitian ini. Menurut Eugene F. Fama, pasar modal yang efisien adalah:

*“The primary role of capital market is allocation of ownership of the economy’s capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resources allocation: that is a market in which firms can made production-investment decisions, and investor can choose among the security that represent ownership of firms activities under the assumption that security prices at any time “fully reflect” all available information. A market in which prices always “fully reflect” available information is called ‘efficient’.”*²⁴

Dalam hipotesisnya, Fama membagi pasar modal menjadi tiga bentuk. Bentuk pertama adalah bentuk lemah (*weak form*) yang mengasumsikan bahwa semua harga saham mencerminkan seluruh informasi pasar yang tersedia (historis), sehingga informasi harga dan volume perdagangan masa lalu tidak memiliki hubungan dengan arah pergerakan harga-harga pada masa mendatang. Kedua, bentuk semi-kuat (*semi strong form*) yang mengasumsikan bahwa semua harga saham mencerminkan seluruh informasi publik yang tersedia, meliputi informasi pasar dan informasi publik nonpasar. Harga-harga segera mengantisipasi semua informasi publik yang baru diumumkan, misalnya penelitian mengenai saham baru, pengumuman laba dan dividen, perkiraan laba perusahaan, perubahan praktik akuntansi, *merger*, dan pemecahan saham. Ketiga, bentuk kuat (*strong form*) yang mengasumsikan bahwa semua harga

²³ Michael C. Jensen dan Clifford W. Smith, Jr., *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*, New York:Mc Graw Hill, 1984, 3.

²⁴ Eugene F. Fama, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, (Journal of Finance 25), 1970, 3

saham mencerminkan seluruh informasi pasar, publik, dan sumber-sumber dari dalam perusahaan (*private/inside*) yang tersedia bagi umum. Informasi tersebut mencakup informasi yang dapat diperoleh dari analisis fundamental. Tidak ada kelompok yang memonopoli akses informasi yang berhubungan dengan harga saham sehingga memperoleh imbal hasil yang melebihi normal (*abnormal return*) dengan memanfaatkan informasi orang dalam (*insider information*). Pasar modal akan sempurna, dimana semua informasi bebas diperoleh tanpa pungutan biaya, tersedia bagi siapa saja, dan pada waktu yang bersamaan. Bentuk pasar modal di Indonesia belum cukup bukti untuk memenuhi bentuk *strong form*.²⁵

²⁵ Untung Affandi dan Sidharta Utama, *Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada BEJ*, (Manajemen dan Usahawan No. 3 Th XXVII Maret), 1998, 47.

B. Identifikasi Masalah

Pada dasarnya penelitian itu dilakukan untuk mendapatkan informasi yang berguna dalam memecahkan dan menyelesaikan masalah. Untuk itu, setiap penelitian yang akan dilakukan selalu berangkat dari masalah.²⁶ Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan pada latar belakang penelitian, maka identifikasi masalah yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh pengumuman SEO terhadap imbal hasil saham pada masing-masing kelompok tingkat risiko *financial distress*?
2. Bagaimana pengaruh pengumuman SEO terhadap volume perdagangan saham pada masing-masing kelompok tingkat risiko *financial distress*?

C. Maksud dan Tujuan Penelitian

Maksud penelitian ini adalah untuk menganalisa pengaruh dari pengumuman SEO terhadap harga saham beredar dan volume perdagangan emiten yang memiliki tingkat risiko *financial distress* tertentu.

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis pengaruh pengumuman SEO terhadap imbal hasil saham pada masing-masing kelompok tingkat risiko *financial distress*?
2. Untuk menganalisis pengaruh pengumuman SEO terhadap volume perdagangan saham pada masing-masing kelompok tingkat risiko *financial distress*?

²⁶ Sugiyono, *Statistika Untuk Penelitian*, Jakarta: CV. Alfabeta, 2002.

D. Signifikansi Penelitian

Dengan dilaksanakannya penelitian ini, penulis berharap agar hasilnya bermanfaat bagi semua pihak yang berkepentingan, dengan kata lain memiliki signifikansi praktis sebagai berikut:

1. Bagi *investor*

Memberikan pengetahuan mengenai dampak pengumuman penerbitan saham tambahan di Indonesia yang spesifik terhadap masing-masing kelompok tingkat risiko *financial distress*.

2. Bagi perusahaan publik

Penelitian ini akan memberikan pengetahuan mengenai dampak pengumuman penerbitan saham tambahan di Indonesia dan reaksi *investor* yang spesifik atas kelompok tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten.

3. Bagi BAPEPAM-LK

Penelitian ini akan menjadi bahan masukan mengenai pentingnya kondisi risiko *financial distress* yang dimiliki emiten.

4. Bagi peneliti selanjutnya

Peneliti selanjutnya diharapkan mampu memanfaatkan penelitian ini sebagai bahan analisis terhadap kondisi pasar modal di Indonesia terutama mengenai tingkat risiko *financial distress* pada saat pengumuman Seasoned Equity Offering (SEO).

Di sisi lain, penelitian ini juga memiliki signifikansi teoritis karena memberikan bukti empiris mengenai fenomena penerbitan saham tambahan dan *financial distress*. Sehingga memberikan pemahaman yang lebih mendalam bagi akademisi.

E. Sistematika Penulisan

BAB I Pendahuluan

Bab ini berisikan latar belakang permasalahan, pokok permasalahan, manfaat dan tujuan penelitian, signifikansi penelitian, dan sistematika penulisan

BAB II Kerangka Teori dan Metode Penelitian

Bab ini memiliki dua sub-bab. Sub-bab pertama memaparkan teori-teori yang mendasari penelitian, baik yang berasal dari penelitian sebelumnya ataupun konstruksi model teoritis sehingga pembaca dapat memahami penelitian ini secara jelas. Sedangkan sub bab kedua menjelaskan metode penelitian yang digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian yang diajukan, yaitu jenis penelitian, variabel penelitian, populasi dan sampel, cara pengolahan dan analisis data, dan hipotesis penelitian.

BAB III Gambaran Umum Obyek Penelitian

Dalam bab ini, peneliti mendeskripsikan obyek penelitian, baik yang berkaitan secara langsung ataupun tidak langsung, yaitu Bursa Efek Indonesia dan emiten yang menjadi sampel penelitian.

BAB IV Analisis Hasil Penelitian

Bab ini menguraikan hasil penelitian mengenai dan penghitungan statistik mengenai dampak aksi korporasi penerbitan saham tambahan serta analisis terhadap hasil penelitian tersebut.

BAB V Simpulan dan Rekomendasi

Bab ini berisikan simpulan yang merupakan jawaban dari pertanyaan penelitian secara lebih ringkas. Selain itu, bab ini juga akan memberikan rekomendasi terhadap penelitian selanjutnya.

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

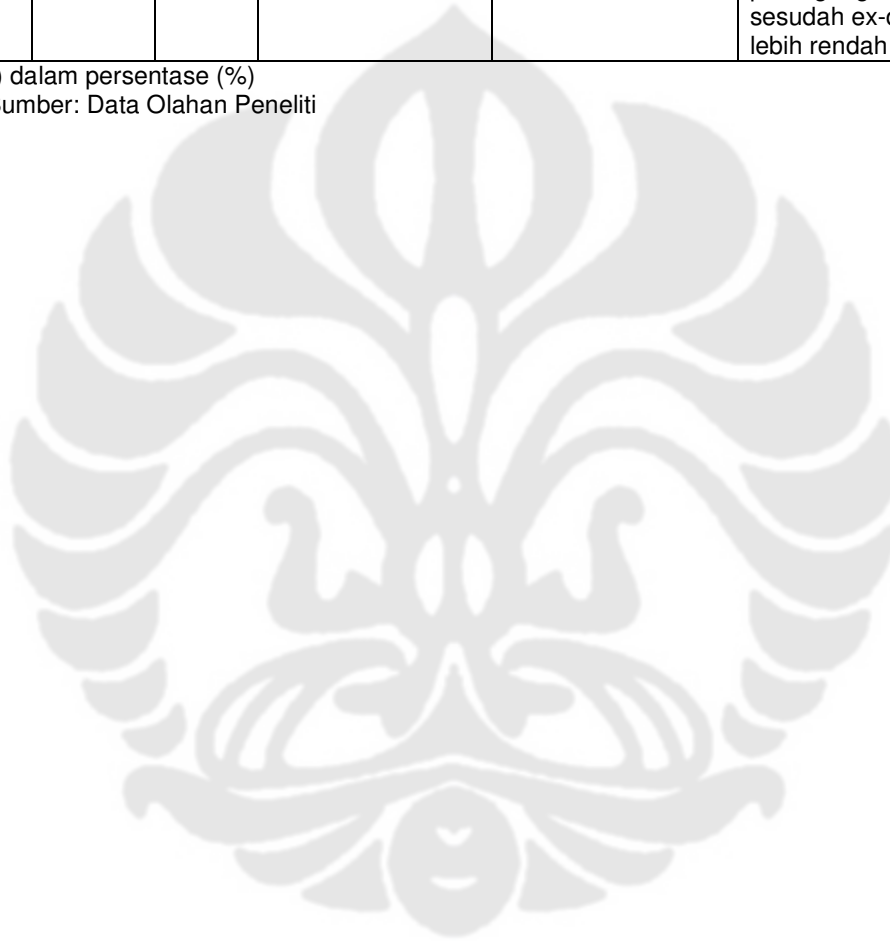
| No | Peneliti | Tahun | Objek Penelitian | Deskripsi Penelitian | Hasil |
|----|---------------------------------------|-------|--|--|---|
| 1 | Asquith dan Mullins | 1986 | Return di sekitar pengumuman SEO | <i>Event study</i> excess return $t \pm 480$ hari terhadap <i>primary</i> , <i>secondary</i> , 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

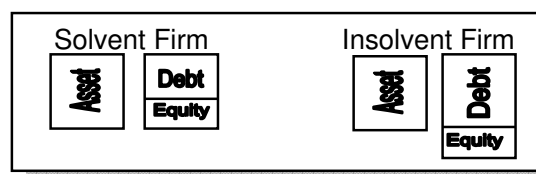
B.1 *Financial Distress*

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:

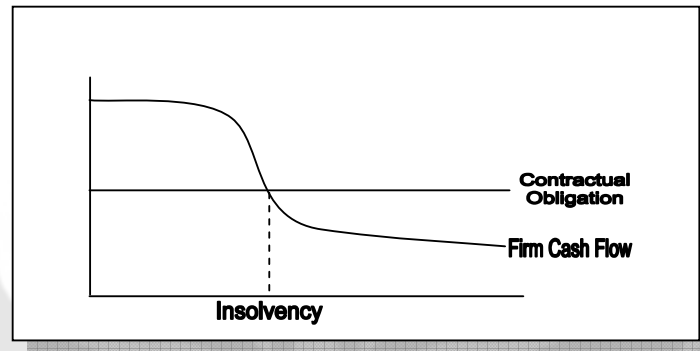
- *Stock-based insolvency*, hadir pada saat nilai bersih perusahaan (*net worth*) negatif, sehingga nilai terhadap aset perusahaan lebih rendah daripada nilai utangnya.



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

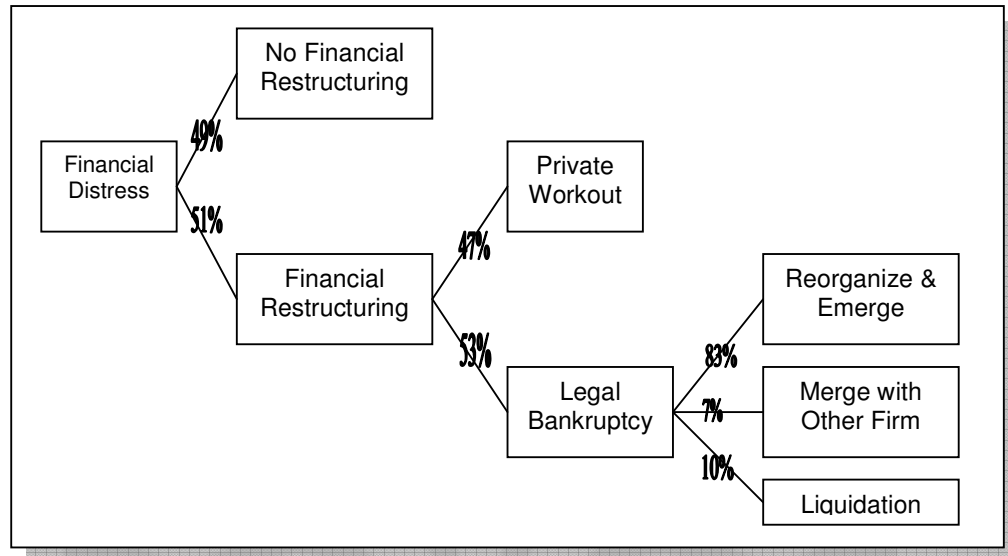
Sumber: Ross, Westerfield, Jaffe. Corporate Finance 7th Edition. US: McGraw Hill. 832.

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 aktivitya. 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.

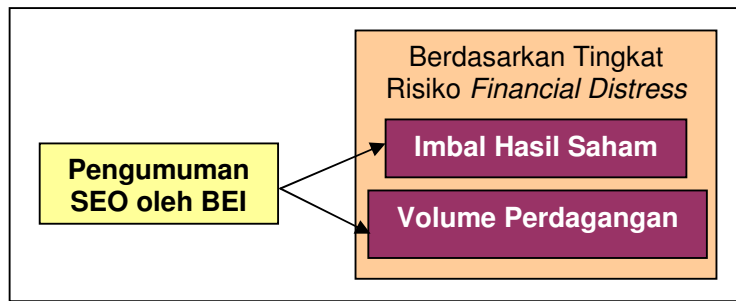
C. Model Analisis

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

$$CAAR_t = \sum_{i=-20}^{i=+20} AAR_i \quad (2.11)$$

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.



BAB III

GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

A. Gambaran Umum Bursa Efek Indonesia

Secara resmi, pasar modal di Indonesia telah berdiri sejak 14 Desember 1912 dikenal dengan *Vereniging voor de Effectenhandel*, bertempat di Jakarta. Dikarenakan perkembangan yang memuaskan, pemerintah kolonial Belanda kemudian mendirikan bursa efek di kota Surabaya (11 Januari 1925) dan Semarang (1 Agustus 1925).

Pergolakan politik dunia menyebabkan penutupan ketiga bursa efek tersebut. Sempat dibuka kembali setelah Hindia Belanda mengakui kedaulatan Indonesia pada 1951 namun kembali ditutup pada 1958, dikarenakan perekonomian nasional yang lebih diarahkan pada perekonomian sosialis. Hingga pada 10 Agustus 1977, bursa efek kembali dibuka oleh Presiden RI dan ditandai dengan listingnya PT. Semen Cibinong. Setelah ditetapkannya UU No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, bursa efek di Indonesia semakin stabil. Terutama dikarenakan adanya kepastian hukum bagi lembaga pasar modal dan lembaga-lembaga penunjang pasar modal dalam menjalankan kegiatan usahanya.

Pada tahun 2007, bursa efek di Indonesia mengalami perkembangan yang signifikan, yaitu mergernya kedua pasar modal di Indonesia. Di bawah pengawasan dan koordinasi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), Bursa

Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya berhasil melaksanakan merger secara legal pada 1 Oktober 2007. Bursa hasil merger tersebut memulai operasional pertama pada tanggal 3 Desember 2007. Agar pelaksanaan merger ini tidak mengganggu kegiatan operasional maka implementasi merger dilakukan secara bertahap. Tahap pertama setelah merger efektif adalah penyatuan perdagangan saham di Jakarta Automated Trading System (JATS), sedangkan untuk perdagangan produk-produk eks-BES lainnya tetap dilaksanakan dengan menggunakan sistem dan aturan eks-BES. Tahap kedua, yaitu pada tanggal 26 Desember 2007, mesin-mesin eks-BES telah dipindahkan ke lokasi yang sama dengan JATS sehingga teknis operasional telah menjadi satu. Tahap selanjutnya adalah pemindahan karyawan eks-BES dari gedung Bapindo ke Gedung Bursa Efek Jakarta pada awal Februari 2008. Dari sisi SDM, saat ini tengah dilakukan harmonisasi antar karyawan, perancangan sistem SDM masa transisi dan pasca transisi, mencakup struktur organisasi, sistem kompensasi, penempatan, dan sebagainya. Harmonisasi SDM ini akan selesai pada Mei 2008.⁵⁰

Adapun perkembangan perdagangan di Bursa Efek Jakarta dicerminkan dalam suatu indeks yaitu Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) untuk seluruh perusahaan terbuka dan tercatat. Perkembangan indeks BEI dan volume perdagangan sahamnya digambarkan dalam tabel berikut ini:

⁵⁰<http://www.idx.co.id/NewsAnnouncements/EventsPressRelease/tabid/124/articleType/ArticleView/articleId/82/Default.aspx> diakses peneliti pada 5 April 2008, pukul 22.46

Tabel III.1
Perdagangan Saham Bursa Efek Indonesia
Tahun 2000-2007

| Tahun | Total Trading | | IHSG* | Jumlah Emiten** |
|-------|-------------------|--------------|----------|-----------------|
| | Volume (Lembar) | Nilai (Rp M) | | |
| 2000 | 134.531.333.895 | 112.774,8 | 416,32 | 347 |
| 2001 | 148.381.308.944 | 97.522,8 | 392,03 | 379 |
| 2002 | 171.207.374.305 | 120.762,9 | 424,94 | 401 |
| 2003 | 234.030.810.474 | 125.437,6 | 691,90 | 411 |
| 2004 | 411.768.340.217 | 247.006,9 | 1.000,23 | 424 |
| 2005 | 401.868.034.588 | 406006,3 | 1.162,63 | 432 |
| 2006 | 436.935.587.228 | 445.708,1 | 1.805,52 | 444 |
| 2007 | 1.039.361.453.055 | 1.050.154,22 | 2.745,83 | 468 |

*) Saat penutupan

**) Berdasarkan pernyataan efektif

Sumber : Statistik Pasar Modal 2007 oleh Bapepam LK

Walaupun terdapat sebuah indeks yang mencerminkan keseluruhan market trend, BEI juga memiliki enam indeks lainnya. Indeks-indeks tersebut adalah indeks individual, indeks sektoral, indeks papan utama dan papan pengembang, indeks LQ45, Jakarta Islamic Index (JII), dan yang terbaru adalah Kompas 100.

Seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia juga dikelompokkan berdasarkan industri/usaha yang dimilikinya. Sektor-sektor tersebut adalah :

1. Pertanian
2. Pertambangan
3. Industri Dasar dan Kimia
4. Aneka Industri
5. Industri Barang Konsumsi
6. Properti dan Real Estate
7. Transformasi dan Infrastruktur

8. Keuangan
9. Perdagangan, Jasa dan Investasi

Dalam penelitian kali ini, sampel yang dipilih adalah perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur. Sektor-sektor yang tergolong dalam bidang manufaktur adalah industri dasar dan kimia, aneka industri, dan industri barang konsumsi. Jumlah perusahaan manufaktur yang tercatat pada 2007 berdasarkan pernyataan efektif oleh BapepamLK adalah sejumlah 170 emiten.⁵¹

Tabel III.2
Perkembangan Nilai Emisi Per Sektor Tahun 2007

| No | Klasifikasi Industri | Jumlah Emiten | Nilai (Rp Tn) | % | Indeks* |
|----|---------------------------------------|---------------|---------------|--------------|----------------|
| 1 | Pertanian (Perkebunan) | 16 | 5.26 | 1.60 | 2754.76 |
| 2 | Pertambangan | 13 | 8.46 | 2.58 | 3270.09 |
| 3 | Industri Dasar & Kimia | 58 | 26.46 | 8.07 | 238.05 |
| 4 | Aneka Industri | 69 | 16.54 | 5.05 | 477.35 |
| 5 | Industri Barang Konsumsi | 43 | 7.49 | 2.29 | 436.04 |
| 6 | Properti & Real Estate | 46 | 24.46 | 7.46 | 251.82 |
| 7 | Infrastruktur, Utiliti & Transportasi | 25 | 15.18 | 4.63 | 874.07 |
| 8 | Keuangan | 100 | 185.47 | 56.60 | 260.57 |
| 9 | Perdagangan & Jasa | 91 | 37.01 | 11.29 | 392.94 |
| 10 | Perusahaan Publik | 7 | 1.36 | 0.42 | |
| | Total | 468 | 327.69 | 99.99 | 2745.83 |

*) Per 28 Desember 2007

Sumber: Statistik Pasar Modal, BapepamLK

⁵¹ Biro Riset dan Teknologi Informasi, *Statistik Pasar Modal*, Desember 2007.

A.1 Mekanisme Perdagangan SEO di BEI

Perdagangan penerbitan saham tambahan di Indonesia memiliki perbedaan besar antara yang menggunakan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu dengan yang tanpa HMETD. Proses tanpa HMETD seringkali dilakukan emiten dalam rangka melakukan restrukturisasi hutang, sehingga sifatnya lebih kepada penawaran terbatas. Setelah BEI mengeluarkan surat pengumuman dan emiten memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam LK, saham baru yang diterbitkan tersebut dapat langsung dicatatkan dan diperdagangkan di pasar sekunder apabila telah memenuhi peraturan pasar modal yang berlaku. Sedangkan untuk emiten yang memilih untuk menerbitkan saham melalui HMETD. Pada tabel III.3 di bawah ini akan dirangkum tentang karakteristik HMETD.

Perbedaan paling signifikan dari kedua metode ini adalah dilusi yang dialami penanam modal. Tanpa HMETD, porsi kepemilikan *investor* atas perusahaan dapat berubah sehingga hak suaranya juga berubah dalam rapat umum pemegang saham. Sedangkan dengan HMETD, *investor* memiliki pilihan untuk mempertahankan porsi kepemilikan atau mengurangi porsi kepemilikan.

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. Oleh karena itu, HMETD lebih umum digunakan untuk melaksanakan penerbitan saham tambahan di Indonesia.

Tabel III.3
Karakteristik Rights (HMETD) di Bursa Efek Jakarta

| Karakteristik | Keterangan |
|------------------------|--|
| Masa Perdagangan HMETD | Sekurang-kurangnya 5 (lima) Hari Bursa |
| Sistem Penawaran | <ul style="list-style-type: none"> • Lelang berkelanjutan (<i>continuous auction</i>) untuk pasar tunai • Negosiasi untuk pasar negosiasi |
| Perdagangan | <ul style="list-style-type: none"> • Pasar tunai dan Sesi 1 pasar negosiasi • Perdagangan di pasar negosiasi tidak menggunakan satuan perdagangan, melainkan satuan unit <i>right</i> |
| Satuan Perdagangan | <ul style="list-style-type: none"> • Satu satuan perdagangan <i>right</i> sebanyak 500 (lima ratus) <i>right</i> • Setiap satu <i>right</i> wajib memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli satu saham |
| Penyelesaian Transaksi | T+0, baik untuk pasar tunai maupun pasar negosiasi |
| Fraksi Harga | Di pasar tunai dengan skema multifraksi, yaitu: <ul style="list-style-type: none"> • Fraksi Rp 1, jika harga HMETD < Rp 200 • Fraksi Rp 5, jika harga HMETD Rp 200 s/d < Rp 500 • Fraksi Rp 10, jika harga HMETD Rp 500 s/d < Rp 2.000 • Fraksi Rp 25, jika harga HMETD Rp 2.000 s/d < Rp 5.000 • Fraksi Rp 50, jika harga HMETD \geq Rp 5.000 |

Sumber: Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab, Jakarta: Salemba 4, 2001.

B. Gambaran Umum Emiten Sampel Penelitian

Penelitian ini memiliki populasi seluruh perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia hingga penelitian ini dilaksanakan, yaitu per 31 Desember 2007. Menurut BEI, sektor-sektor yang tergolong sebagai perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang bergerak di bidang industri dasar dan kimia (kode 3), aneka industri (kode 4), dan industri barang konsumsi (kode 5). 25 dari 170 emiten sektor manufaktur menjadi sampel karena memenuhi seluruh kriteria sampel berdasarkan teknik *purposive sampling*. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah:

Tabel III.4
Sampel Penelitian Per Sektor

| No | Sektor | Nama Emiten | Kode |
|----|--------------------------|--------------------------------------|------|
| 1 | Industri Dasar dan Kimia | Aneka Kimia Raya | AKRA |
| 2 | | Arwana Citramulia | ARNA |
| 3 | | Barito Pacific | BRPT |
| 4 | | Budi Acid Jaya | BUDI |
| 5 | | Charoen Pokphand Indonesia | CPIN |
| 6 | | Inti Kapuas Arowana | IIKP |
| 7 | | Intikeramik Alamasri Industri | IKAI |
| 8 | | Pelangi Indah Canindo | PICO |
| 9 | | Sumalindo Lestari Jaya | SULI |
| 10 | | Suparma | SPMA |
| 11 | | Surabaya Agung Industri Pulp & Paper | SAIP |
| 12 | | Trias Sentosa | TRST |
| 13 | Aneka Industri | Asia Grain Internasional | ASIA |
| 14 | | Astra Internasional | ASII |
| 15 | | Delta Dunia Petroindo | DOID |
| 16 | | Gajah Tunggal | GJTL |
| 17 | | GT Kabel Indonesia | KBLI |
| 18 | | Multistrada Arah Sarana | MASA |
| 19 | | Ricky Putra Globalindo | RICY |
| 20 | | Voksel Electric | VOKS |
| 21 | Industri Barang Konsumsi | Ades Waters Indonesia | ADES |
| 22 | | Bentoel Indonesia | RMBA |
| 23 | | Kedawung Setia Industrial | KDSI |
| 24 | | Mandom Indonesia | TCID |
| 25 | | Ultra Jaya Milk Industry | ULTJ |

Sumber: Data Olahan Peneliti

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 | IILKP | 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%.

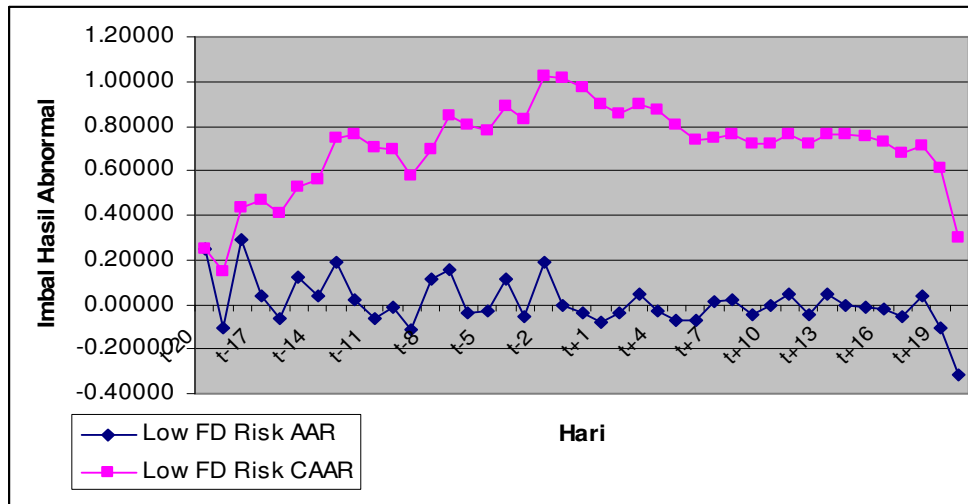
Tabel IV.5
CAAR (-20, +20) Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Rendah

| 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

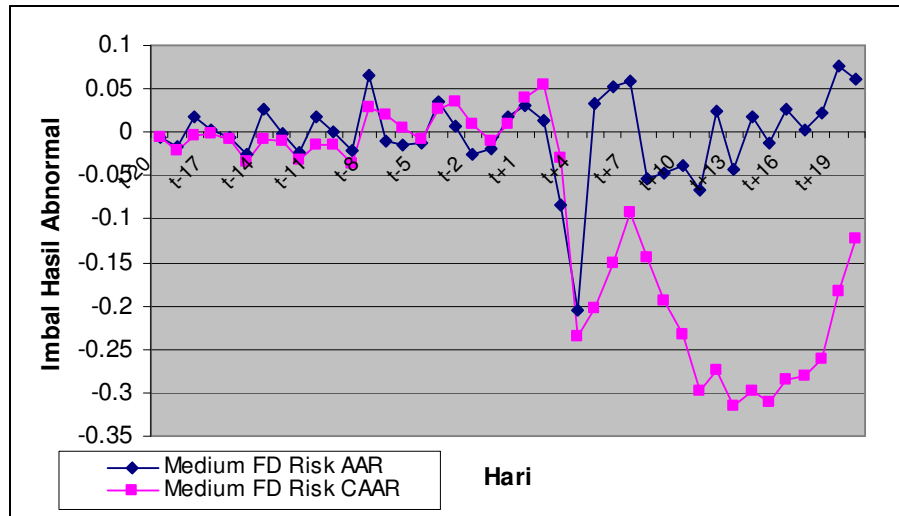
Tabel IV. 7
CAAR (-20, +20) Kelompok Tingkat Risiko *Financial Distress* Sedang

| 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

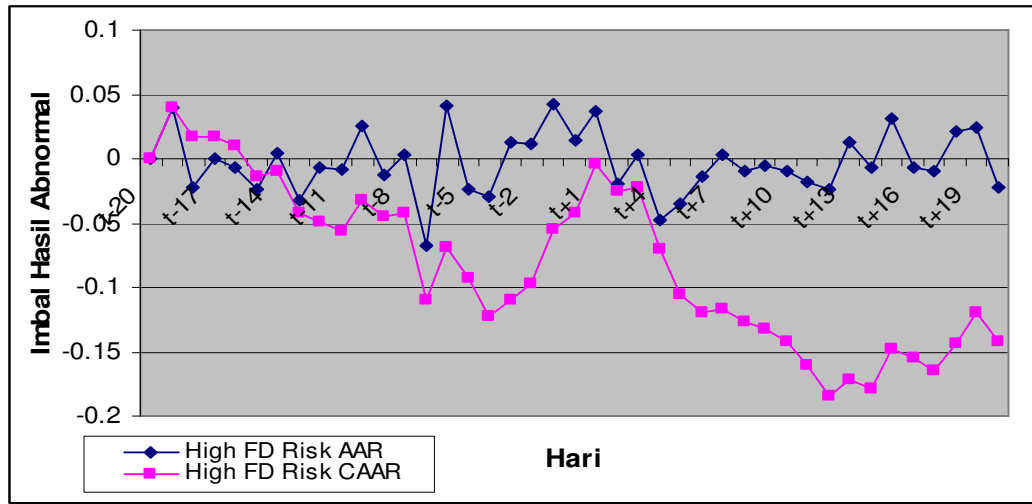
Dari tabel IV.8 di atas, terlihat bahwa AAR yang signifikan semuanya bersifat negatif dan terjadi pada periode 10 hari di sekitar pengumuman. Penurunannya adalah sebesar 6,74% hingga 2,03%. Selain itu, bukti ini juga didukung dengan terdapatnya 71,67% kejadian yang mengalami penurunan *abnormal return* 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 |
|--------------------|-----------------|
| $\mu(\text{CAAR})$ | -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 direspon 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*.

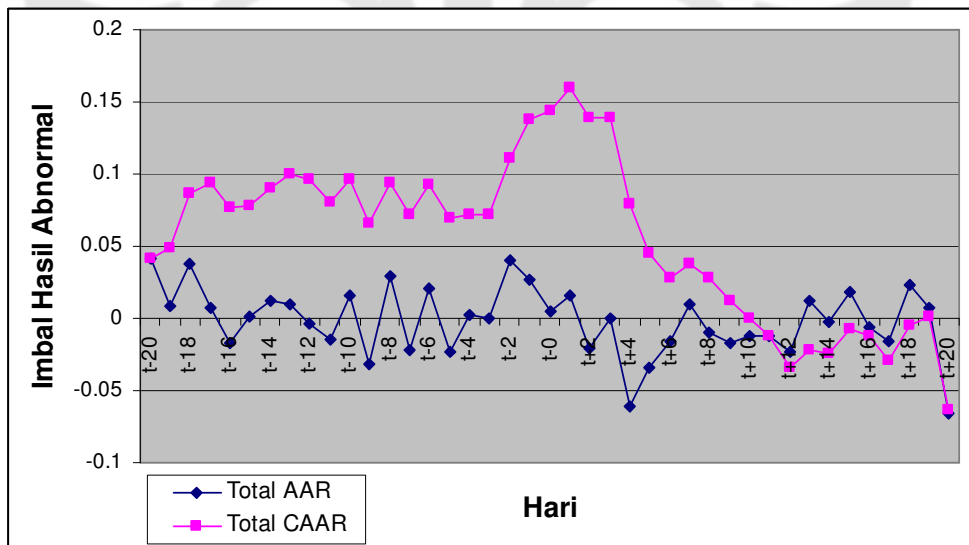
AAR yang signifikan ditemukan pada dua hari setelah pengumuman ($t=+2$), sebesar 2,03%. Sehingga H_0 terhadap AAR ditolak karena terdapat pengaruh pengumuman SEO terhadap imbal hasil saham. Sedangkan untuk menjawab hipotesis penelitian yang keempat, CAAR menjadi proksi penelitian dan hasil dari uji signifikansinya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

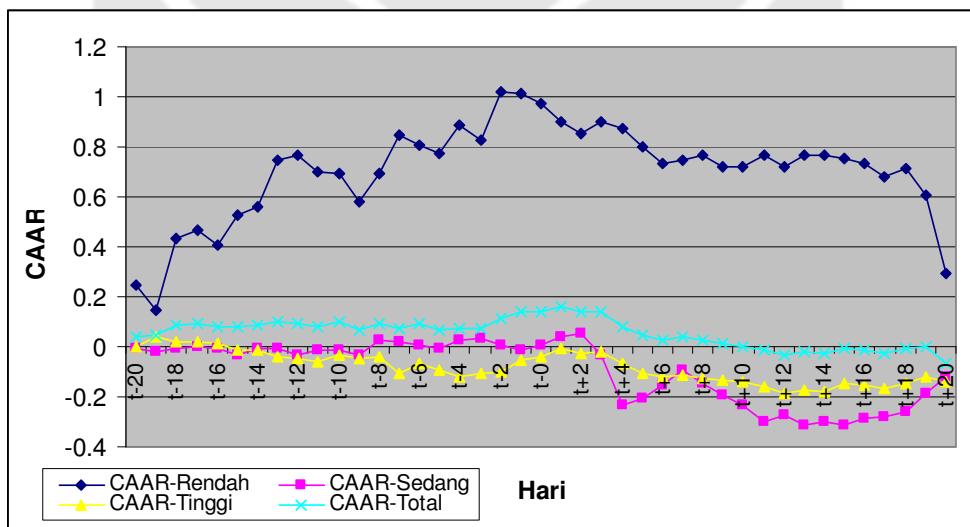
Dari data hasil pengolahan dengan *software* Eviews 4.1, terdapat AAR sebesar +0,50% pada hari pengumuman bagi kelompok sampel total. *Abnormal return* ini tidak signifikan berbeda dari 0, sehingga secara statistik dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan imbal hasil abnormal pada hari pengumuman. 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.

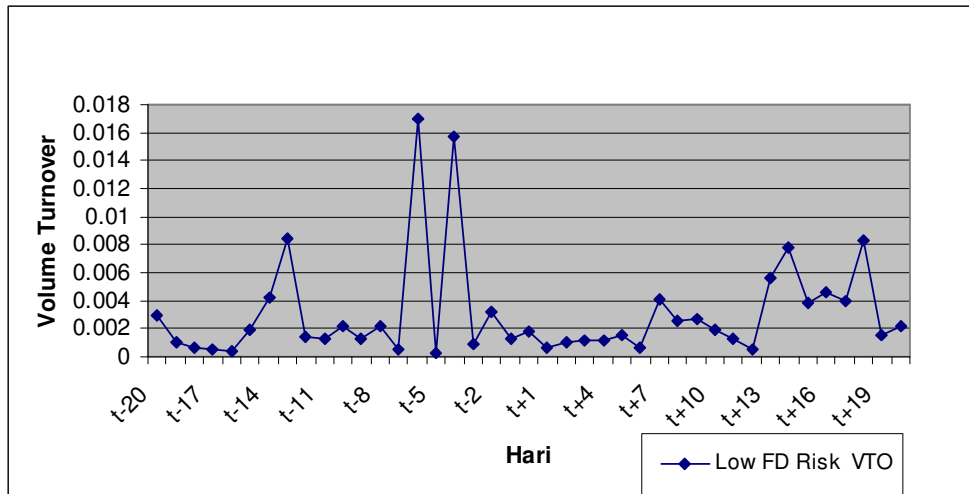
⁶¹ Paul Asquith dan David W. Mullins, *Loc.Cit.*

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

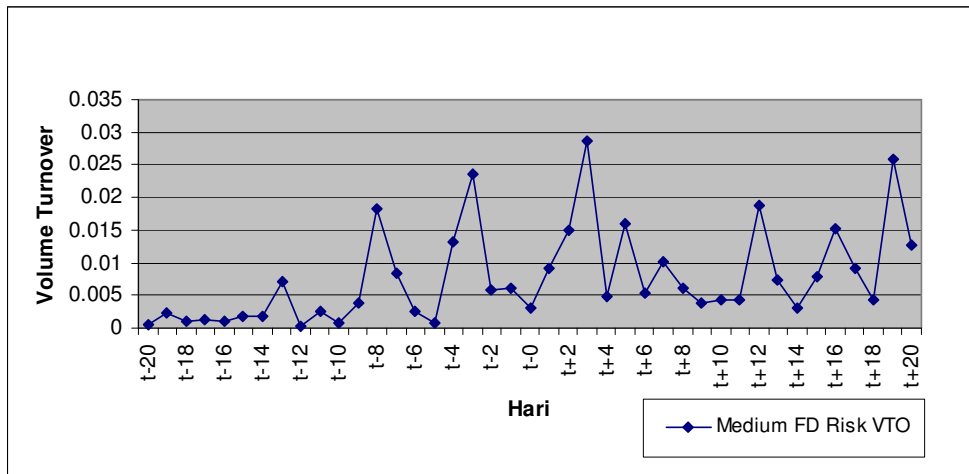
Dalam tabel IV.14, tampak bahwa terjadi penurunan volume perdagangan saham rata-rata pada sebelum dan sesudah pengumuman resmi penerbitan saham tambahan sebesar 15%. Namun, perbedaan ini tidak signifikan melalui uji beda rata-rata t-test. Sehingga, kesimpulan yang dapat ditarik adalah tidak terdapat 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.

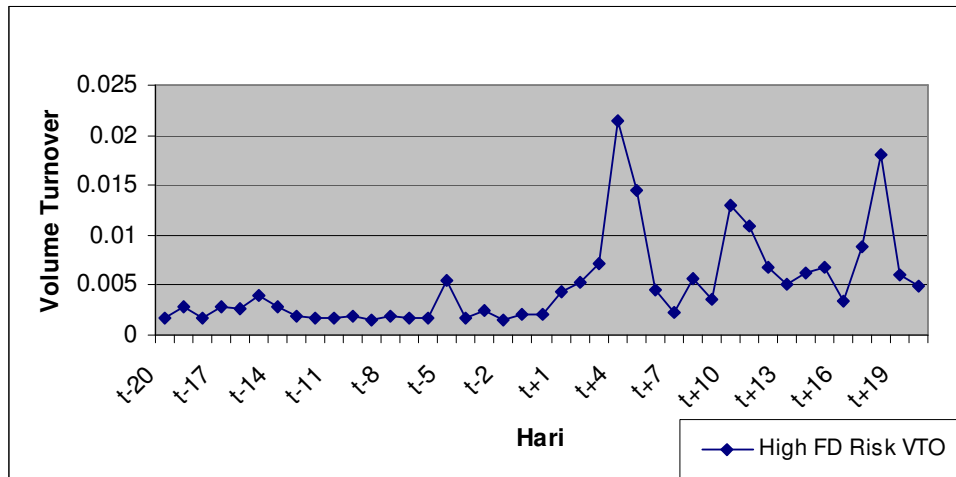
Sesuai dengan *return* abnormal kelompok sampel dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi yang positif namun tidak signifikan, terdapat peningkatan volume perdagangan yang signifikan pada hari pengumuman dan *short event window*. Hal ini menandakan bahwa penerbitan saham tambahan bagi perusahaan-perusahaan 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

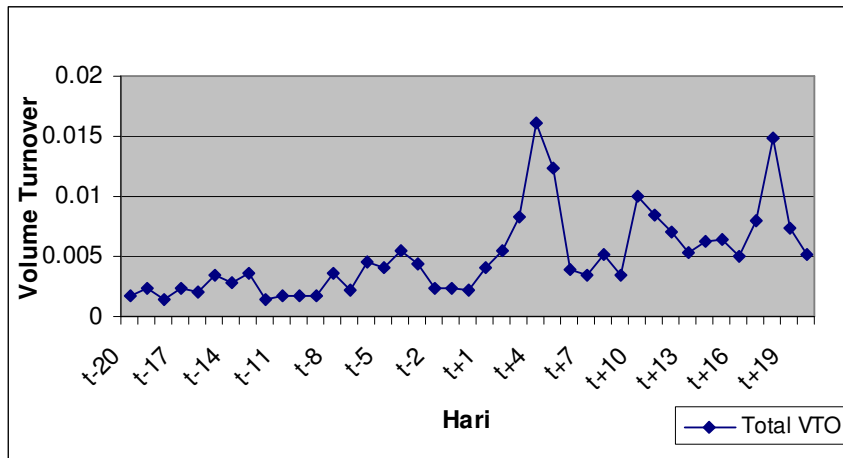
Dari tabel IV.17 di atas terlihat bahwa peningkatan *volume turnover* kumulatif sebelum dan sesudah pengumuman bagi kelompok dengan *distress risk* tinggi dapat mencapai 249,06%. Perbedaan *cumulative volume turnover* ini signifikan dengan tingkat kepercayaan 99%. Hal ini menandakan bahwa penerbitan 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.

BAB V

SIMPULAN DAN REKOMENDASI

A. Simpulan

Uji empiris terhadap pengaruh pengumuman penerbitan saham tambahan (*seasoned equity offering*) dilakukan dengan metode *event studies*. Terdapat kesesuaian hasil penelitian dengan penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1986) yang menyatakan bahwa informasi mengenai *capital structure* dan *leverage* tidak sepenting informasi *signaling* yang dihasilkan dari suatu *corporate action*. Simpulan yang dapat ditarik adalah:

1. Pada hari pengumuman tidak terdapat AAR yang signifikan, namun nilainya semakin negatif bagi kelompok yang tingkat risiko *financial distress*nya tinggi. Dapat disimpulkan bahwa *investor* kurang memerhatikan risiko *distress* yang dimiliki emiten. Hasil penelitian ini diperkuat dengan CAAR yang signifikan bagi tiap kelompok sampel dan semakin negatif seiring dengan meningkatnya risiko *financial distress*. Sehingga, pengumuman SEO memiliki pengaruh terhadap imbal hasil saham emiten.
2. Proksi likuiditas perdagangan saham menghasilkan analisis yang sesuai dengan pergerakan imbal hasil saham pada masing-masing kelompok sampel. Terdapat dampak pengumuman yang signifikan pada hari pengumuman. Peningkatan *trading volume turnover cumulative* sesudah

pengumuman SEO pada kelompok dengan tingkat risiko *financial distress* tinggi terjadi karena sampel penelitian mencatatkan sahamnya di pasar sekunder selama periode *event*, sehingga menambah *outstanding shares* dan *trading volume turnover*.

Dikarenakan hanya terdapat dua kelompok sampel yang dampak pengumuman SEO signifikan pada $t=0$, maka hasil penelitian ini sesuai dengan *efficient market hypothesis*. Bursa Efek Indonesia berbentuk *semi-strong form* yang berarti tidak semua informasi publik tercermin pada pasar.

B. Rekomendasi

B.1 Rekomendasi Bagi Investor

Untuk menghindari risiko penurunan harga saham dalam jangka panjang, sebaiknya *investor* memerhatikan tujuan penerbitan saham tambahan tersebut. Jika emiten melakukannya dengan tujuan untuk restrukturisasi keuangan maka reaksi *return* akan semakin negatif karena menyadari adanya *wealth transfer* dari *stockholder* ke *bondholder*. Secara umum, hindari pemilikan saham-saham yang akan melakukan *seasoned equity offering* karena *investor* akan memperoleh *cumulative yield* negatif pada periode 20 hari sesudah pengumuman yang dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia.

B.2 Rekomendasi Bagi Perusahaan Publik

Investor di Indonesia tidak memerhatikan tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten karena *positive price effect* tidak terbukti. Oleh karena itu, apabila emiten ingin mengurangi tingkat risiko *financial distress* sebaiknya

melakukan restrukturisasi keuangan lainnya dan bukan menerbitkan saham tambahan karena akan mengurangi nilai pasar perusahaan.

B.3 Rekomendasi Bagi BAPEPAM-LK

Tingkat risiko *financial distress* yang dimiliki emiten bukan merupakan bagian dari perhatian penting masyarakat investasi di Indonesia. Namun, BAPEPAM sebaiknya mengawasi risiko ini, karena memengaruhi reaksi *abnormal return* yang signifikan negatif apabila emiten melakukan *corrective action* berupa penerbitan saham tambahan.

B.4 Rekomendasi Bagi Penelitian Selanjutnya

1. Menggunakan model pengukuran *distress risk* oleh Altman yang telah disesuaikan untuk kondisi internasional atau menggunakan model prediksi kebangkrutan yang ditemukan peneliti lainnya, contohnya model Ohlson (1980) dengan O-Score.
2. Dapat mengukur dampak dari pengumuman SEO terhadap kinerja perusahaan karena masih jarang dilakukan oleh peneliti-peneliti di Indonesia.
3. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan model lain selain *market model* dalam menghitung *abnormal return* saham karena setiap model yang ada tentu memiliki kelebihan dan kekurangan tersendiri dalam menjelaskan variabel-variabel yang ada.

DAFTAR PUSTAKA

Buku:

- Anoraga, Pandji dan Piji Pakarti. 2003. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Asnawi, Said Kelana dan Chandra Wijaya. 2006. *Metode Penelitian Keuangan: Prosedur, Ide, dan Kontrol*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Brealey, Richard dan Stewart C. Myers. 2000. *Principles of Corporate Finance 6th Edition*. Boston: Mc Graw Hill.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab Edisi 2*. Jakarta: Salemba Empat
- Gujarati, Damodaran. 2003. *Basic Econometrics Fourth Edition*. New York: McGraw Hill.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 1999. *Metode Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen Edisi Pertama*. BPFE.
- Jensen, Michael C. dan Clifford W. Smith, Jr. 1984. *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*. New York:Mc Graw Hill.
- Manullang, M. 2005. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Mulyono, Sri. 1998. *Statistika untuk Ekonomi*. Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI.
- Prasetyo, Bambang dan Lina Miftahul Jannah. 2006. *Metode Penelitian Kuantitatif: Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, dan Jeffrey Jaffe. 2002. *Corporate Finance 7th Edition*. USA: McGraw Hill.
- Saragih, Ferdinand D. et.al. 2005. *Dasar-Dasar Keuangan Bisnis: Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Siamat, Dahlan. 2001. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Depok: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Stern, Joel M. dan Donald H. Chew Jr. 2003. *The Revolution in Corporate Finance: Fourth Edition*. UK: Blackwell Publishing.
- Sugiyono. 2002. *Statistika Untuk Penelitian*. Jakarta: CV. Alfabeta.

Lain-lain:

- Affandi, Untung dan Sidharta Utama. 1998. Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta. *Usahawan No.3 Tahun XXVII Maret*. 38-52.
- Asquith, Paul dan David W. Mullins. 1986. Equity Issues and Offering Dilution. *Journal of Financial Economics* 15. 61-89.
- Asquith, Paul, Robert Gertner, dan David Scharfstein. 1994. Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers. *The Quarterly Journal of Economics, August 1994*. 625-658.
- Chai, Jun dan Tim Loughran. 1998. The Performance of Japanese SEO 1971-1992. *Pacific-Basin Finance Journal* 6. 395-425.
- Denis, David J. 1994. Investment Opportunities and The Market Reaction to Equity Offerings. *The Journal of Quantitative Analysis, Vol. 29, No. 2*. 159-177.
- Goyal, Vidhan, Chuan-Yang Hwang, Narayanan Jayaraman, dan Kuldeep Shastri. 1994. The ex-date impact of rights offerings: The Evidence from Firms Listed on the Tokyo Stock Exchange. *Pacific-Basin Finance Journal Vol. 2*. 395-425.
- Griffin, John M. dan Michael L. Lemmon. 2002. Book-to-Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns. *The Journal of Finance Vol 58*. 171-203.
- Gumanti, Tatang Ari. 2001. Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 4, No.2, Mei 2001*. 28-36.
- MacKinlay, Craig. 1997. *Event Studies in Economics and Finance. Journal of Economics Literature, Vol 35*. 13-39.
- McLaughlin, Safieddine, Vasudevan. 1996. The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow Theory and Post-Issue Performance. *Financial Management, Volume 25, No.4*. 41-52.
- McLaughlin, Safieddine, Vasudevan. 1998. The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities: An Empirical Analysis. *Financial Management, Volume 27, No. 2*. 31-45
- Muranaga, Jun. 1999. 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*. 1-18.
- Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance, Volume 39*. 575-592.

- Opler, C. Tim dan Sheridan Titman. 1994. Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance Vol 49, No.3.* 1015-1038
- Sari, Prima Yusi. 2002. *Right Issue* dan Tingkat Keuntungan Saham Setelah Cum Date. *Jurnal Manajemen Indonesia Vol.1, No.1.* 12-20.
- Scholes, Myron S. 1972. The Market for Securities: Substitution versus Price-Pressure and The Effects of Information Share Price. *Journal of Business* 45. 179-211.
- Sulistiyanto, H. Sri dan Haris Wibisono. 2003. Seasoned Equity Offerings: Antara Agency Theory, Windows of Opportunity, dan Penurunan Kinerja. *Simposium Nasional Akuntansi VI, Oktober 2003.* 130-152.
- Tsangarakis, Nickolaos V. 1996. Shareholder Wealth Effect of Equity Issuers in Emerging Markets: Evidence from Right Offering in Greece. *Financial Management, Volume 25 No.3 Autumn.* 21-32.
- Zmijewski, Mark E. 1984. Methodological Issues Related to The Estimation of Financial Distress Prediction Model. *Journal of Accounting Research Vol 22.* 59-80.
- Biro Riset dan Teknologi Informasi. 2007. *Statistik Pasar Modal, Desember 2007.* Jakarta: Bapepam-LK
- JSX Statistics. 2001-2007. Jakarta: Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia.
- Catranti, Aski. 2007. Dampak *Right issue* terhadap Return Saham dan Volume Trading: Studi Empiris terhadap Perusahaan yang Listing di BEJ Periode 2001-2006. *Skripsi Departemen Ilmu Administrasi Niaga FISIP UI.* Tidak diterbitkan.
- Islamie, Amira. 2006. Pengaruh Praktik Earnings Management terhadap Asimetri Informasi pada Perusahaan Publik yang Melakukan SEO. *Skripsi Program Akuntansi FE UNPAD.* Tidak diterbitkan.
- Kurniawan, Aditya. 2004. Pengaruh Praktik Earnings Management Terhadap Kinerja Saham pada Periode Sebelum dan Sesudah Seasoned Equity Offerings (SEO). *Skripsi Program Akuntansi FE UNPAD.* Tidak diterbitkan.
- Sherly. 2002. Dampak Stock Split terhadap Kekayaan Pemegang Saham dan Likuiditas Perdagangan: Uji Empiris pada Perusahaan-Perusahaan Terdaftar di BEJ Periode 1998-2002. *Skripsi Departemen Ilmu Administrasi Niaga FISIP UI.* Tidak diterbitkan.

Reuters

<http://www.bapepam.go.id>

<http://www.bej.co.id>

<http://www.finance.yahoo.com>

<http://www.idx.co.id>

<http://www.perbendaharaan.go.id/modul/terkini/index.php?id=1880>



DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Data Pribadi

Nama : Arifa Islamie
Tempat, Tanggal Lahir : Jeddah, 3 September 1986
Alamat Rumah : Jln. KH. Ahmad Dahlan No. 117
RT 005/02 Cirendeu Ciputat
Jakarta Selatan 15419
No Telepon Rumah : 021 74703661
No Telepon Genggam : 0856 91149781
Nama Ayah : H. Muhammad Aswinarya Islamie
Nama Ibu : Hj. Lucia Lenggo Geni

Riwayat Pendidikan Formal

2004 - 2008 Universitas Indonesia
Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik
Departemen Ilmu Administrasi Niaga
2001 - 2004 SMA Negeri 70 Jakarta
1998 - 2001 SLTP Negeri 11 Jakarta
1997 - 1998 SD Negeri 05 Pejompongan Jakarta
1992 - 1997 Sekolah Indonesia Pancasila Jeddah

Riwayat Pendidikan Informal

2007 Pusat Pelayanan Bahasa UI
(TOEFL Preparation)
1998 - 2000 Intensive English Course
(First Step)

Pengalaman Organisasi

2006 - 2007 Badan Eksekutif Mahasiswa UI sebagai
Deputi Biro Dana Usaha
2005 - 2006 Badan Eksekutif Mahasiswa UI sebagai
Staf Biro Dana Usaha
2002 – 2003 Badan Pengurus Harian
Majelis Perwakilan Kelas SMAN 70
Jakarta

Pengalaman Kepanitiaan

Ketua Panitia Penyelenggara BEDAH KAMPUS Universitas Indonesia 2007





JAKARTA STOCK EXCHANGE

PENGUMUMAN
Informasi Tanpa HMETD
PT Kedawang Setia Industrial Tbk (KDSI)
(Tercatat Di Papan : Pengembangan)
No.Peng-001/BEJ-PSR/ITH/03-2007
(dapat dilihat di internet : <http://www.jsx.co.id>)

PT Bursa Efek Jakarta pada tanggal 01 Maret 2007 telah menerima surat dari PT Kedawang Setia Industrial Tbk dengan No.0127/Dir/KDSI/III/2007 tanggal 01 Maret 2007 mengenai iklan keterbukaan informasi kepada para pemegang saham PT Kedawang Setia Industrial Tbk dalam rangka penambahan modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (Tanpa HMETD) dan persetujuan pelaksanaan kuasi reorganisasi di harian Investor Daily Indonesia tanggal 01 Maret 2007 sebagaimana terlampir (lampiran 12 lembar).

Demikian pemberitahuan yang disampaikan PT Kedawang Setia Industrial Tbk.

Jakarta, 02 Maret 2007

Yose Rizal

Kepala Divisi Pencatatan Sektor Riil



Supandi

Kepala Divisi Perdagangan,

Tembusan Yth. :

1. Ketua Badan Pengawas Pasar Modal & LK;
2. Kepala Biro TLE Bapepam & LK;
3. Kepala Biro PKP Sektor Riil Bapepam & LK;
4. Pusat Referensi Pasar Modal;
5. Direksi PT Kedawang Setia Industrial Tbk.

as_kdsi_ish_20070302_001

PT Bursa Efek Jakarta

Jakarta Stock Exchange Building, Tower 1

Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53, Jakarta 12190 - Indonesia

Phone : (62-21) 515-0515 (Hunting)

Fax : Corporate Communications Division : 515 0330, General Affairs Division : 515 0220

Pengaruh Pengumuman Seasoned..., Arifa Islamie, FISIP UI, 2008



PT. KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL Tbk.

Office / Factory : J. Masjid No. 842 Warugunung - Kerangpilang, Surabaya 60271 RC, BOX 286 SURABAYA 60001 INDONESIA
☎ 031 - 7661983, 7661971 (PRINTING), Fax : 031 - 7661981, 7662481, 7663268 E mail : kds@kds-ind.com

No. Surat : 0127/Dir/KDSI/III/2007
Lampiran : 1(Satu) halaman.

Kepada
Yth, Direksi PT Bursa Efek Jakarta
Gedung Jakarta Stock Exchange, Lantai 4
Jl. Jend Sudirman Kav 52-53,

Jakarta 12190

Perihal : Pemberitahuan

Dengan hormat,

Bersama surat ini, kami lampirkan pemberitahuan kepada para pemegang saham PT. Kedawung Setia Industrial Tbk. mengenai:

- | | | |
|-------------------------------------|--|---------------------|
| <input checked="" type="checkbox"/> | Pemberitahuan Rapat Umum Pemegang Saham | (Formulir 2) |
| <input type="checkbox"/> | Panggilan Rapat Umum Pemegang Saham | (Formulir 3) |
| <input type="checkbox"/> | Hasil Rapat Umum Para Pemegang Saham | (Formulir 4) |
| <input type="checkbox"/> | Pembagian Dividen Tunai | (Formulir 5) |
| <input type="checkbox"/> | Pembagian Dividen Saham/Saham Bonus | (Formulir 6) |
| <input type="checkbox"/> | Pelaksanaan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu | (Formulir 7) |
| <input type="checkbox"/> | Pelaksanaan Pemecahan Saham (<i>stock split</i>) | (Formulir 8) |
| <input type="checkbox"/> | Penggantian Surat Kolektif Saham (SKS) | (Formulir 9) |
| <input type="checkbox"/> | Laporan Mingguan Nilai Aktiva Bersih (bagi perusahaan Reksadana) | (Formulir 10) |
| <input type="checkbox"/> | Keterbukaan Informasi | (Formulir 11) |

(beri tanda X pada kotak yang sesuai)

untuk segera diumumkan di Bursa.

Demikian agar maklum.

Surabaya, 01 Maret 2007
PT. Kedawung Setia Industrial Tbk.


Anton Baroto
Direktur / Corporate Secretary





PT. KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL Tbk.

Office / Factory : Jl. Masrip No. 882 Waungunung - Karangpilang, Surabaya 60221 P.O. BOX 286 SURABAYA 60001 INDONESIA
☎ 031 - 7661983, 7661971 (KUNTING), Fax : 031 - 7661981, 7662481, 7663268 E mail : kdsi@kdsi-ind.com

Lampiran Surat No. : 0127/Dir/KDSI/IV/2007 Nama Saham : Biasa
Tanggal : 01 Maret 2007 Kode Saham : KDSI
Perihal : Pemberitahuan Rapat Umum Para Pemegang Saham

Dengan ini kepada para pemegang saham bahwa diselenggarakan :

- RUPS Tahunan (beri tanda X pada kotak yang sesuai)
 RULBPS Luar Biasa

PT. Kedawang Setia Industrial Tbk. pada :

1. Hari/Tanggal : Kamis, 29 Maret 2007
2. Tanggal Daftar Pemegang Saham (DPS) yang berhak hadir dalam RULBPS (Recording date) : 14/03/2007 pukul : 16:00 WIB
3. Informasi lain :
Iklan Keterbukaan Informasi Tentang Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.

Demikian agar maklum.

Hormat kami,


Anton Baroto
Direktur / Corporate Secretary



**KETERBUKAAN INFORMASI KEPADA PARA PEMEGANG SAHAM
PT KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL Tbk DALAM RANGKA PENAMBAHAN
MODAL TANPA HAK MEMESAN EFEK TERLEBIH DAHULU DAN
PERSETUJUAN PELAKSANAAN KUASI REORGANISASI**



PT. KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL Tbk.

Bidang Usaha:

Industri Peralatan Rumah Tangga Berlapis Email dan Kotak Karton Gelombang

Berkedudukan :

Jalan Mastrip No.862

Warugunung, Karangpilang

Surabaya, 60121, Indonesia

Telepon : 62-31-7661971

Faksimili : 62-31-7662481

**DIREKTUR DAN KOMISARIS PT KEDAWUNG SETIA INDUSTRIAL Tbk, BAIK SECARA SENDIRI-SENDIRI
MAUPUN BERSAMA-SAMA BERTANGGUNG JAWAB SEPENUHNYA ATAS KEBENARAN DAN
KELENGKAPAN INFORMASI YANG DIUNGKAPKAN DAN MENEGASKAN BAHWA TIDAK ADA FAKTA
PENTING DAN TERKAIT LAINNYA YANG TIDAK DIUNGKAPKAN ATAU DIHILANGKAN. SEHINGGA
MENYEBABKAN INFORMASI YANG DIBERIKAN MENJADI TIDAK BENAR DAN ATAU MENYESATKAN**

PENDAHULUAN

Sesuai dengan Peraturan No.IX:D.4. Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-44/PMf1998 tanggal 14 Agustus 1998 tentang Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu ("Peraturan IX.D.4") dengan ini Direksi PT Kedawung Setia Industrial Tbk ("Perseroan") mengumumkan rencana Perseroan untuk:

Melakukan penambahan modal tanpa memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dengan cara konversi sebagian hutang Perseroan menjadi saham biasa atas nama, yang mana konversi tersebut merupakan salah satu bagian dari restrukturisasi hutang yang telah disepakati antara Perusahaan dengan kreditur Perseroan sebagaimana termaktub dalam Amendment To Debt Agreement tertanggal 22 Desember 2006.

Memperhatikan keterbukaan informasi Perseroan di harian Investor dan Radar Surabaya tanggal 14 Pebruari 2007 tentang pelaksanaan Kuasi Reorganisasi, dengan ini disampaikan tambahan informasi sebagai berikut :

| | <u>Semula</u> | <u>Menjadi</u> |
|--|-----------------------------|-----------------------------|
| Selisih Penilaian Aktiva dan Kewajiban | Rp. 67.326.239.052,- | Rp. 70.556.487.001,- |
| Eliminasi saldo defisit | <u>Rp. 66.950.087.105,-</u> | <u>Rp. 66.950.087.105,-</u> |
| Selisih lebih eliminasi saldo defisit | <u>Rp. 376.151.947,-</u> | <u>Rp. 3.606.399.896,-</u> |

LATAR BELAKANG

Akibat dari krisis ekonomi sejak tahun 1997, Indonesia mengalami dampak memburuknya kondisi ekonomi terutama karena depresiasi mata uang Rupiah. Akibat utamanya adalah sangat rendahnya tingkat likuiditas, tingginya tingkat bunga pinjaman dan labilnya kurs mata uang. Sangat labilnya kurs mata uang dan tingkat bunga telah berdampak buruk terhadap biaya dana dan kemampuan Perseroan untuk memenuhi kewajibannya. Pinjaman dalam valuta asing yang nilainya dalam satuan Rupiah telah meningkat secara signifikan sedangkan beban bunga atas pinjaman dalam Rupiah juga meningkat sangat tinggi. Hal demikian berdampak Perseroan tidak mampu membayar pinjaman yang telah jatuh tempo dan bebari bunga atas pinjaman tertentu serta tidak dapat memenuhi rasio keuangan yang dipersyaratkan dalam perjanjian pinjaman. Sesuai dengan ketentuan dalam perjanjian pinjaman merupakan hal-hal yang dapat memberikan hak kepada kreditur untuk menyatakan bahwa pinjaman tersebut menjadi jatuh tempo seketika dan melakukan eksekusi atas jaminan-jaminan yang diberikan oleh Perseroan.

Mempertimbangkan hal-hal tersebut dimana Perseroan berusaha untuk tetap mempertahankan aset-aset milik Perseroan yang dijamin serta menjaga agar tetap dapat melakukan penyelesaian kewajibannya maka Perseroan dan krediturnya sepakat untuk melakukan restrukturisasi atas hutang Perseroan dimana dengan dilakukannya restrukturisasi hutang tersebut Perseroan dapat tetap mempertahankan kelangsungan usahanya dan para kreditur dapat terhindar dari kerugian lebih lanjut dengan memperoleh pengembalian yang wajar sesuai dengan kondisi Perseroan.

Peraturan IX.D.4 menyatakan Emiten atau Perusahaan Publik dapat melakukan penambahan modal tanpa memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) kepada pemegang saham sepanjang diatur dalam Anggaran Dasar dengan ketentuan :

Jika tujuan utama penambahan modal adalah untuk memperbaiki posisi keuangan perusahaan yang mengalami antara lain kegagalan atas kewajibannya terhadap pemberi pinjaman yang tidak terafiliasi dan jika pemberi pinjaman atau pemodal tidak terafiliasi tersebut menyetujui untuk menerima saham atau obligasi konversi perusahaan untuk menyelesaikan pinjaman tersebut.

Dalam hal ini Perseroan memenuhi kriteria yang diatur dalam Peraturan IX.D.4 tersebut dan karenanya restrukturisasi hutang yang dilakukan antara Perseroan dengan para kreditur dapat dilakukan diantaranya melalui konversi hutang Perseroan kepada kreditur menjadi saham-saham Perseroan yang akan dimiliki oleh kreditur tersebut.

RESTRUKTURISASI HUTANG PERUSAHAAN

Pada tanggal 27 Januari 1997, Perusahaan dan KSCCB (Anak Perusahaan) mengikatkan diri dalam sebuah Perjanjian Fasilitas (Perjanjian) dengan pihak-pihak sebagai berikut:

- BNP Paribas Cabang Singapura, sebagai "Arranger",
- Bank Austria AG, The Fuji Bank, Ltd. dan The Sanwa Bank. Ltd., semua adalah Cabang Singapura, sebagai "Co-Arranger" dan "Bank",
- The Sanwa Bank. Ltd., Cabang Singapura, sebagai "Agen Sindikasi", dan
- PT Bank BNP Lippo Indonesia, Jakarta, sebagai "Security Agent".

Berdasarkan Perjanjian tersebut, yang selanjutnya diubah pada tahun 1998, bank-bank tersebut di atas menyetujui untuk memberikan fasilitas kredit (Fasilitas) kepada Perusahaan dan KSCCB dengan jumlah maksimum sebesar AS\$25.000.000 dengan tingkat suku bunga 1,25% hingga 1.75% per tahun di atas SIBOR.

Pada tanggal 20 November 2000, pihak-pihak tersebut di atas menandatangani Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali (Amendment and Restatement Agreement) (perjanjian restrukturisasi) dimana para pihak telah menyetujui untuk merestrukturisasi Fasilitas dan memperbaharui serta menambahkan beberapa persyaratan pada Perjanjian. Berdasarkan surat dari The Sanwa Bank Ltd., Cabang Singapura, tanggal 26 Januari 2001, Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali mulai berlaku efektif pada tanggal 23 Januari 2001. Sesuai dengan Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali, bank-bank menyetujui untuk memberikan fasilitas pinjaman berjangka dengan jumlah maksimum sebesar AS\$15.000.000. yang juga merupakan pokok terhutang Perusahaan dan KSCCB berdasarkan Perjanjian dengan rincian per tanggal 23 Januari 2001 adalah sebagai berikut:

| | <u>Pokok (AS\$)</u> | <u>Bunga (AS\$)</u> |
|------------|---------------------|---------------------|
| Perusahaan | 4.650.143 | 43.890 |
| KSCCB | 10.349.857 | 97.686 |
| Jumlah | 15.000.000 | 141.576 |

Tingkat suku bunga untuk Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali berkisar antara 1,25% sampai 3,00% per tahun di atas SIBOR.

Pada tanggal 31 Desember 2002, keadaan gagal bayar (event of default) seperti yang disebutkan dalam Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali, adalah sebagai berikut:

- Perusahaan gagal untuk memenuhi beberapa persyaratan pembatasan atas pengeluaran investasi (capital expenditure) dan rasio keuangan;
- Perusahaan dan KSCCB tidak dapat membayar jumlah yang jatuh tempo sesudah pembayaran terakhir pada tanggal 30 Juni 2001 dan melalui suratnya tertanggal 28 Desember 2001 Perusahaan dan KSCCB meminta negosiasi dengan bank-bank, sehubungan untuk merestrukturisasi pembayaran pokok dan bunga yang telah jatuh tempo pada 31 Desember 2001.

Pada tanggal 20 Maret 2002, UFJ Bank Limited (dahulu The Sanwa Bank Limited), Cabang Singapura selaku Agen Sindikasi, menyatakan bahwa Perusahaan dan KSCCB dalam keadaan gagal bayar dan mempercepat permintaan pembayaran dari seluruh saldo pinjaman

ditambah dengan hutang bunganya dan segala sesuatu yang terkait menjadi jatuh tempo dan tertagih.

Pada tanggal 27 Maret 2002, kreditur sindikasi menyatakan bahwa kredit restrukturisasi yang telah gagal bayar tersebut setuju untuk diperpanjang dari tanggal 28 Maret 2002 sampai 29 April 2002 dengan menerapkan suku bunga gagal bayar seperti yang ditetapkan dalam perjanjian.

Lebih lanjut, Agen Sindikasi mengirimkan surat pemberitahuan bulanan untuk Perusahaan dan KSCCB atas jumlah pokok dan bunga yang belum dibayar.

Pada tanggal 31 Desember 2002, Perusahaan dan KSCCB tidak dapat membayar jumlah pinjaman yang telah jatuh tempo sesuai dengan Perjanjian Restrukturisasi, sehingga seluruh kewajiban Perusahaan dan KSCCB masing-masing disajikan dalam kewajiban lancar pada neraca.

Pada tahun 2003 dan 2002, beberapa kreditur tertentu memindahkan sebagian/seluruh hutangnya kepada kreditur lainnya, dengan perincian sebagai berikut:

2003

| Tanggal | Kreditur Lama | Kreditur Baru | Pengalihan partisipasi (AS\$) |
|---------------|---|--|---------------------------------------|
| 10 Maret 2003 | PT Bank BNP Paribas Indonesia, Jakarta (dahulu PT Bank BNP - Lippo); BNP Paribas Singapura dan Bayerisch Hypound Vereins Bank AG. Singapura | PT. Bhakti Asset Management, Jakarta | 100% dari jumlah saldo akhir pinjaman |
| 18 Juni 2003 | PT Peak Securities, Jakarta | Quarading Limited, Hongkong dan PT. Bhakti Asset Management, | 1.221.000 dan 2.109.000 |

2002

| Tanggal | Kreditur Lama | Kreditur Baru | Pengalihan partisipasi (AS\$) |
|--------------|--|------------------------------|-------------------------------|
| 13 Juni 2002 | UFJ Bank Limited, Singapore | PT. Peak Securities, Jakarta | 1.665.000 |
| 3 Juli 2002 | Mizuho Corporate Bank Limited, Jakarta (dahulu The Fuji Bank Ltd.) | PT. Peak Securities, Jakarta | 1.665.000 |

Berdasarkan Surat Perusahaan dan KSCCB tertanggal 22 Desember 2003 ke UFJ Bank Limited, Singapura ("UFJ"), Perusahaan menginformasikan bahwa Perusahaan dan KSCCB telah mengikatkan diri dalam suatu perjanjian restrukturisasi hutang dengan para krediturnya yang baru, dan dengan demikian penunjukkan UFJ sebagai agen sindikasi yang akan berakhir pada tanggal 31 Desember 2003 dan tidak akan diperpanjang lagi.

Pada tanggal 22 Desember 2003, Perusahaan dan KSCCB mengikatkan diri dengan PT Bhakti Asset Management, Jakarta dan Quarading Limited, Hongkong dalam sebuah Perjanjian Restrukturisasi Hutang, yang berlaku efektif mulai tanggal 31 Desember 2003. Berdasarkan perjanjian ini Quarading Limited bertindak sebagai agen, dan semua pihak menyetujui bahwa jumlah saldo akhir hutang dalam bentuk hutang sindikasi, berdasarkan Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali tertanggal 20 November 2000 diubah menjadi dua perjanjian pinjaman bilateral, sebagai berikut:

- a. Perusahaan memiliki hutang ke Quarading Limited (QR) dengan jumlah sebesar AS\$4.957.211. (setara Rp. 41.962.795.940) yang merupakan jumlah hutang pokok, bunga dan denda menurut Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali sebelum tanggal efektifnya perjanjian baru ini ("Perjanjian Hutang QR"). Berdasarkan Perjanjian Hutang QR, suku bunga pinjaman tersebut berkisar pada rata-rata LIBOR plus 0.25% per tahun. Pinjaman beserta semua beban bunga dan hutang yang lain akan dibayar kembali oleh Perusahaan kepada QR pada saat tanggal jatuh tempo yaitu hari terakhir dari 36 bulan sejak tanggal efektif dan dijamin dengan jaminan pribadi Presiden Komisaris Perusahaan.
- b. KSCCB memiliki hutang ke PT Bhakti Asset Management (BAM) sebesar AS\$9.573.618 yang merupakan jumlah hutang pokok menurut Perjanjian Perubahan dan Penyajian Kembali sebelum tanggal efektifnya perjanjian baru ini ("Perjanjian Hutang BAM"). BAM menyetujui untuk menghapus semua beban bunga dan denda yang masih harus dibayar yang terhutang oleh KSCCB sebesar AS\$1.448.325 (setara Rp. 12.260.071.211). Berdasarkan Perjanjian Hutang BAM, suku bunga pinjaman tersebut adalah sebesar 8% per tahun. Hutang pokok beserta semua beban bunga dan hutang yang lain akan dibayar kembali oleh KSCCB ke BAM pada saat tanggal jatuh tempo yaitu 180 hari sejak tanggal efektifnya perjanjian baru ini. Pinjaman ini dijamin dengan tanah, bangunan, mesin, persediaan dan piutang dagang.

24 Nopember 2004 KSCCB melunasi hutang kepada PT Bhakti Asset Management (BAM) dilunasi sebesar Rp 80.000.000.000,-. Keuntungan yang timbul dari pembayaran hutang tersebut sebesar Rp 6.354.031.835, setelah dikurangi pajak penghasilan sebesar Rp 1.906.209.550,- menjadi sebesar Rp 4.447.822.285,- disajikan sebagai pos luar biasa dalam laporan laba rugi.

22 Desember 2006, Perusahaan dengan QR menandatangani Amendment to Debt Agreement yang berisi :

- a. Menyetujui memperpanjang masa jatuh tempo dari 36 bulan menjadi 42 bulan sejak tanggal efektif;
- b. Merubah tingkat suku bunga menjadi rata – rata tingkat suku bunga LIBOR plus 0,5% terhitung 1 Januari 2007;
- c. Bila saat jatuh tempo Perusahaan tidak dapat membayar pokok dan bunga kepada kreditur maka :
 1. Kreditur dapat mengkonversi total tagihan (pokok dan bunga) pada saham Perusahaan dengan nilai nominal Rp 500,- paling lambat 90 hari setelah tanggal jatuh tempo, atau ;
 2. Mencairkan Personal Garansi Presiden Komisaris Perusahaan.

Mempertimbangkan kondisi keuangan dan kelangsungan usaha Perseroan maka Direksi dan Komisaris bermaksud melaksanakan restrukturisasi hutang Perusahaan dengan konversi saham Perusahaan. Direksi dan Komisaris berkeyakinan bahwa pelaksanaan restrukturisasi hutang melalui konversi saham merupakan pilihan terbaik bagi seluruh pemegang saham.

MANFAAT RESTRUKTURISASI HUTANG PERUSAHAAN

Dengan adanya restrukturisasi hutang Perusahaan yang di antaranya dilakukan dengan cara konversi hutang menjadi saham-saham Perseroan, maka pemegang saham Perseroan dan juga Perseroan akan memperoleh manfaat sebagai berikut:

1. Terdapat pengurangan beban hutang Perseroan menjadi jumlah yang mampu ditanggung oleh Perseroan.
2. Pengurangan beban hutang akan mengurangi beban keuangan Perseroan.
3. Perseroan tidak mempunyai kewajiban dalam mata uang asing.
4. Perbaikan ekuitas Perseroan karena adanya peningkatan modal ditempatkan dan disetor penuh Perseroan melalui penerbitan saham baru hasil konversi.
5. Peningkatan shareholders value (nilai pemegang saham) secara keseluruhan.

PERSYARATAN TRANSAKSI PENYELESAIAN HUTANG

Rencana penambahan modal Perseroan yang dilakukan sesuai Peraturan IX,D.4 sebagaimana diuraikan di atas dapat dilakukan setelah memperoleh persetujuan dari pemegang saham Perseroan dalam Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa yang akan diselenggarakan pada tanggal 29 Maret 2007 bertempat di Kantor Perseroan Jl. Mastrip No.862, Warugunung- Karangpilang, Surabaya 60221 pukul 14.00 WIB.

PENERBITAN SAHAM BARU

Sesuai dengan kesepakatan antara Perusahaan dan kreditur dalam rangka restrukturisasi hutang Perusahaan akan menerbitkan saham biasa atas nama melalui Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dengan nilai nominal Rp 500 per lembar saham. Saldo hutang restrukturisasi Perusahaan (pokok dan bunga) per 30 Juni 2007 diprediksikan sejumlah Rp 52.018.658.000,- dengan asumsi rata-rata LIBOR plus 0,5% sebesar 6% sampai dengan 30 Juni 2007 serta nilai tukar 1 US\$ terhadap Rp sebesar Rp 9.050,-. Maka penerbitan saham baru dalam rangka konversi hutang restrukturisasi menjadi 104.037.316 lembar saham.

SUSUNAN PEMEGANG SAHAM SEBELUM DAN SETELAH RESTRUKTURISASI HUTANG PERUSAHAAN

| Pemegang Saham | 30 September 2006 | | | Setelah Restrukturisasi | | |
|--|-----------------------|---------------------------|--------|-------------------------|---------------------------|--------|
| | Jumlah Saham (lembar) | Nilai Saham (juta rupiah) | % | Jumlah Saham (lembar) | Nilai Saham (juta rupiah) | % |
| Modal Dasar | 600.000.000 | 300.000 | | 600.000.000 | 300.000 | |
| Modal Ditempatkan dan Disetor Penuh | 301.000.000 | 150.500 | 100% | 405.037.316 | 202.519 | 100% |
| PT. Kita Subur Utama | 198.990.000 | 99.495 | 88,11% | 198.990.000 | 99.495 | 49,13% |
| Quarading Ltd. Hongkong | | | | 104.037.316 | 52.019 | 25,69% |
| Masyarakat (masing-masing dengan pemilikan kurang dari 5%) | 102.010.000 | 51.005 | 33,89% | 102.010.000 | 51.005 | 25,19% |

IKHTISAR DATA KEUANGAN PENTING

Tabel di bawah ini menunjukkan Laporan Keuangan Perseroan sebelum dan setelah rencana restrukturisasi hutang Perusahaan secara proforma dengan menggunakan Laporan Keuangan Perseroan 30 September 2006

| | Sebelum Kuasi Reorganisasi (Auditan) | Proforma Setelah Kuasi Reorganisasi | Proforma Sebelum Restrukturisasi | Proforma Setelah Restrukturisasi |
|---|--------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| NERACA AKTIVA | | | | |
| Aktiva lancar | 234.971 | 234.971 | 234.971 | 234.971 |
| Aktiva tetap - setelah dikurangi akumulasi penyusutan | 147.543 | 216.812 | 216.811 | 216.811 |
| JUMLAH AKTIVA | 382.514 | 451.783 | 451.782 | 451.782 |

| | Sebelum Kuasi Reorganisasi (Auditan) | Proforma Setelah Kuasi Reorganisasi | Proforma Sebelum Restrukturisasi | Proforma Setelah Restrukturisasi |
|--|--------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| KEWAJIBAN DAN EKUITAS | | | | |
| KEWAJIBAN | | | | |
| Hutang Bank | 36.453 | 36.453 | 36.453 | 36.453 |
| Hutang usaha | 114.967 | 114.967 | 114.967 | 114.967 |
| Hutang Restrukturisasi | 52.587 | 52.587 | 58.826 | 6.807 |
| Kewajiban lancar lainnya | 24.925 | 24.925 | 18.686 | 18.686 |
| Kewajiban tidak lancar | 68.744 | 68.744 | 68.744 | 68.744 |
| JUMLAH KEWAJIBAN | 297.676 | 297.676 | 297.676 | 245.657 |
| EKUITAS | | | | |
| Modal saham | 150.500 | 150.500 | 150.500 | 202.519 |
| Selisih penilaian kembali aktiva dan kewajiban | 1.288 | 3.606 | 3.606 | 3.606 |
| Laba ditahan (defisit) | (66.950) | | | |
| JUMLAH EKUITAS | 84.838 | 154.106 | 154.106 | 208.125 |
| JUMLAH KEWAJIBAN DAN EKUITAS | 382.514 | 451.782 | 451.782 | 451.782 |

*) Catatan : Proforma sebelum restrukturisasi hutang sesuai dengan proforma setelah kuasi reorganisasi, kecuali Hutang Restrukturisasi yang menggunakan prediksi nilai per 30 Juni 2007.

Laba bersih per saham dasar proforma dihitung berdasarkan laba bersih dibagi dengan rata-rata tertimbang jumlah saham yang beredar. Jumlah lembar saham hasil konversi hutang restrukturisasi menambah jumlah lembar saham yang beredar pada tanggal 30 September 2006.

Analisa ringkas mengenai dampak restrukturisasi hutang terhadap posisi keuangan secara proforma adalah sebagai berikut:

- Penurunan kewajiban sebesar Rp 52.018.658.000 atau turun sebesar 17,50% dari jumlah kewajiban sebelumnya yang disebabkan oleh karena sebagian hutang restrukturisasi Perusahaan dikonversikan menjadi modal saham Perseroan.
- Ekuitas meningkat sebesar Rp 52.018.658.000 akibat dari konversi hutang restrukturisasi Perusahaan.

REKOMENDASI DIREKSI DAN KOMISARIS

Restrukturisasi hutang Perseroan yang diantaranya dilakukan dengan cara konversi hutang menjadi saham-saham Perseroan, seperti yang diuraikan di atas merupakan hasil maksimal yang diperoleh Perseroan dari hasil negosiasi dengan kreditur sepanjang proses restrukturisasi yang telah dilakukan selama 1 tahun terakhir ini. Restrukturisasi hutang ini merupakan suatu langkah perbaikan yang sangat diperlukan oleh Perseroan untuk dapat mempertahankan kelangsungan usaha Perseroan.

Untuk itu Direksi dan Komisaris Perseroan merekomendasikan kepada seluruh pemegang saham untuk menyetujui pelaksanaan Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dengan cara penerbitan saham baru dalam rangka konversi sebagian hutang restrukturisasi Perseroan menjadi Saham Perseroan merupakan pilihan terbaik saat ini bagi Perseroan dan dapat memberikan manfaat bagi Perseroan dan seluruh Pemegang Saham Perseroan.

Direksi dan Komisaris Perseroan selanjutnya menyatakan bahwa informasi material yang berkaitan dengan rencana Perseroan untuk melakukan Penambahan Modal Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) tersebut telah diungkapkan dengan benar dan tidak menyesatkan.

Disamping butir-butir diatas dan tambahan informasi sehubungan dengan pelaksanaan Kuasi Reorganisasi, Direksi dan Komisaris Perseroan mohon persetujuan pelaksanaan Kuasi Reorganisasi.

RAPAT UMUM PEMEGANG SAHAM LUAR BIASA

Perseroan akan melaksanakan Panggilan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa pada tanggal 15 Maret 2007 di 2 Hariar Berbahasa Indonesia yang terbit di Indonesia. Pemegang Saham yang berhak hadir dalam Panggilan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa tersebut adalah pemegang saham Perseroan yang namanya tercatat dalam Daftar Pemegang Saham Perseroan pada tanggal 14 Maret 2007 sampai pukul 16.00 WIB dan Direksi Perseroan meminta kepada Pemegang Saham yang tidak dapat hadir dalam Panggilan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa dapat memberikan kuasa kepada pihak lain.

Bagi pemegang saham yang memerlukan informasi lebih lanjut mengenai Pelaksanaan Penambahan Modal Melalui Penerbitan Saham Baru Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD), dapat menghubungi Perseroan:

PT Kedawang Setia Industrial Tbk.

Jalan Mastrip No.862
Warugunung, Karangpilang
Surabaya 60221, Indonesia
Telepon : 62-31-7661971
Faksimili : 62-31-7662481

U.p: Sekretaris Perusahaan (Corporate Secretary)

Surabaya, 1 Maret 2007

Direksi

PT Kedawang Setia Industrial Tbk.

Pengolahan Data Uji Beda Rata-Rata

SAVE OUTFILE='C:\Documents and Settings\Arifa\My Documents\output spss\Vol20-Total.sav'

T-TEST

/TESTVAL = 0
 /MISSING = ANALYSIS
 /VARIABLES = seb20 seb19 seb18 seb17 seb16 seb15 seb14 seb13 seb12 seb11
 seb10 seb9 seb8 seb7 seb6 seb5 seb4 seb3 seb2 seb1 h sed1 sed2 sed3 sed4
 sed5 sed6 sed7 sed8 sed9 sed10 sed11 sed12 sed13 sed14 sed15 sed16 sed17
 sed18 sed19 sed20
 /CRITERIA = CI(.95) .

| One-Sample Test | | | | | | |
|-----------------|----------------|----|-----------------|-----------------|---|-------------|
| | Test Value = 0 | | | | | |
| | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | Lower | Upper |
| seb20 | 2.855365 | 27 | 0.008165284 | 0.00175826 | 0.000494796 | 0.003021725 |
| seb19 | 3.117048 | 27 | 0.004304151 | 0.002414893 | 0.000825264 | 0.004004523 |
| seb18 | 3.172959 | 27 | 0.003744499 | 0.001441168 | 0.00050922 | 0.002373116 |
| seb17 | 2.46037 | 27 | 0.020564917 | 0.002302784 | 0.000382372 | 0.004223196 |
| seb16 | 2.379322 | 27 | 0.024673132 | 0.002041601 | 0.000281007 | 0.003802196 |
| seb15 | 2.227845 | 27 | 0.034416546 | 0.003429658 | 0.000270966 | 0.00658835 |
| seb14 | 2.636281 | 27 | 0.013725426 | 0.002883544 | 0.000639267 | 0.00512782 |
| seb13 | 2.232366 | 27 | 0.034081442 | 0.003601147 | 0.000291231 | 0.006911063 |
| seb12 | 2.810829 | 27 | 0.009086466 | 0.00147131 | 0.000397293 | 0.002545328 |
| seb11 | 3.010153 | 27 | 0.005604389 | 0.001670323 | 0.000531769 | 0.002808876 |
| seb10 | 3.185389 | 27 | 0.003629929 | 0.001785132 | 0.00063526 | 0.002935004 |
| seb9 | 2.927666 | 27 | 0.006855221 | 0.001669196 | 0.000499354 | 0.002839039 |
| seb8 | 1.821105 | 27 | 0.079690607 | 0.003660851 | -0.000463814 | 0.007785516 |
| seb7 | 2.228707 | 27 | 0.034352459 | 0.002197911 | 0.000174432 | 0.004221391 |
| seb6 | 1.545917 | 27 | 0.133766559 | 0.004572713 | -0.001496457 | 0.010641882 |
| seb5 | 1.275705 | 27 | 0.212926514 | 0.004078545 | -0.002481346 | 0.010638437 |
| seb4 | 1.823455 | 27 | 0.079324294 | 0.005457572 | -0.000683524 | 0.011598668 |
| seb3 | 1.745619 | 27 | 0.092249133 | 0.004355679 | -0.000764062 | 0.009475419 |
| seb2 | 2.98127 | 27 | 0.006015379 | 0.002336887 | 0.000728547 | 0.003945227 |
| seb1 | 2.8713 | 27 | 0.007857658 | 0.002318226 | 0.000661622 | 0.00397483 |
| h | 2.889821 | 27 | 0.007513898 | 0.002183736 | 0.00063324 | 0.003734232 |
| sed1 | 2.738914 | 27 | 0.01078339 | 0.004132149 | 0.00103659 | 0.007227708 |
| sed2 | 2.529026 | 27 | 0.01758786 | 0.005503603 | 0.001038461 | 0.009968744 |
| sed3 | 2.175414 | 27 | 0.038525836 | 0.008332945 | 0.000473387 | 0.016192502 |
| sed4 | 1.848684 | 27 | 0.075482962 | 0.016028147 | -0.001761284 | 0.033817578 |
| sed5 | 1.424424 | 27 | 0.165780229 | 0.012335386 | -0.00543329 | 0.030104063 |
| sed6 | 2.451973 | 27 | 0.020959258 | 0.003899835 | 0.000636423 | 0.007163248 |
| sed7 | 2.710889 | 27 | 0.011521921 | 0.003394119 | 0.000825162 | 0.005963075 |
| sed8 | 2.097295 | 27 | 0.045466551 | 0.005150284 | 0.000111646 | 0.010188922 |
| sed9 | 2.3518 | 27 | 0.026230775 | 0.003496162 | 0.000445931 | 0.006546393 |
| sed10 | 1.283282 | 27 | 0.210299081 | 0.010038534 | -0.006012006 | 0.026089075 |
| sed11 | 1.318895 | 27 | 0.198281567 | 0.008435218 | -0.00468761 | 0.021558045 |
| sed12 | 1.790231 | 27 | 0.084638019 | 0.006961468 | -0.001017251 | 0.014940188 |
| sed13 | 2.664958 | 27 | 0.012835614 | 0.005363723 | 0.001234032 | 0.009493413 |
| sed14 | 2.400592 | 27 | 0.023527767 | 0.00620791 | 0.000901895 | 0.011513924 |
| sed15 | 2.485419 | 27 | 0.019428706 | 0.006379029 | 0.001112839 | 0.011645218 |
| sed16 | 2.700475 | 27 | 0.011808236 | 0.004940056 | 0.001186585 | 0.008693528 |
| sed17 | 2.084131 | 27 | 0.046740017 | 0.008027886 | 0.00012442 | 0.015931353 |
| sed18 | 1.313425 | 27 | 0.200092301 | 0.014828463 | -0.008336539 | 0.037993465 |
| sed19 | 2.308384 | 27 | 0.028870992 | 0.007379946 | 0.000820208 | 0.013939685 |
| sed20 | 2.679652 | 27 | 0.012400835 | 0.005230263 | 0.001225409 | 0.009235116 |



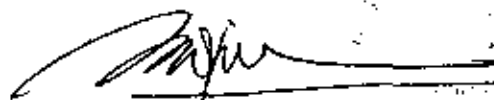
JAKARTA STOCK EXCHANGE

PENGUMUMAN
Penawaran Umum Terbatas I
Dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu
PT Aneka Kimia Raya Tbk (AKRA)
(Tercatat Di Papan : Pengembangan)
No.Peng-06/BEJ-PSJ/RI/09-2004
(dapat dilihat di internet : <http://www.jsx.co.id>)

PT Bursa Efek Jakarta pada tanggal 23 September 2004 telah menerima surat dari PT Aneka Kimia Raya Tbk tertanggal 23 September 2004 mengenai Pemberitahuan pelaksanaan Penawaran Umum Terbatas I dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) yang telah memperoleh persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa pada tanggal 23 September 2004 dengan jadwal sebagaimana terlampir (lampiran 4 lembar).

Demikian pemberitahuan yang disampaikan PT Aneka Kimia Raya Tbk.

Jakarta, 24 September 2004


Wan Wei Yiong

Kepala Divisi Pencatatan Sektor Jasa


Supandi

Kepala Divisi Perdagangan

Tembusan Yth. :

1. Ketua Badan Pengawas Pasar Modal;
2. Kepala Biro Transaksi dan Lembaga Efek Bapepam;
3. Kepala Biro PKP Sektor Jasa Bapepam;
4. Pusat Referensi Pasar Modal;
5. Direksi PT Kustodian Sentral Efek Indonesia;
6. Direksi PT Aneka Kimia Raya Tbk;

PT Bursa Efek Jakarta

PT Bursa Efek Jakarta

Jakarta Stock Exchange Building, Tower 1

Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53 Jakarta 12191, Indonesia

Telp : (021) 515 0115 (Liniung)

Fax : City and Communications Division : 515 0116, Corporate Secretary : 515 3745, Finance Division : 515 0191, General Affairs Division : 515 0129

Human Resources Division : 515 0189, Internal Audit : 515 0187, IT Division : 515 0195, Legal Division : 515 0119, Listing Division : 515 0107

Market Division - Services Sector : 515 0113, Membership Division : 515 0115, Members and : 515 0116, Research & Development Division : 515 0118,

Clearing and Settlement : 515 0119, Training and Development : 515 0117



pt. aneka kimia raya Tbk

Jakarta, 23 September 2004

Kepada Yth.
Bapak Drs. Herwidayatno, Ak., MBA
Ketua Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam)
Gedung 16, Lantai 4, Kompleks Departemen Keuangan RI
Jalan Dr. Wahidin Nomor 1 Jakarta Pusat

Perihal : Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa PT Aneka Kimia Raya Tbk ("Perseroan")

Dengan hormat,
Mengacu kepada perihal tersebut di atas, kami selaku Direksi Perseroan dengan ini memberitahukan bahwa kami telah menyelenggarakan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa ("Rapat") pada hari Kamis, tanggal 23 September 2004, dengan dihadiri oleh AMRUL PARTOMUAN POHAN, S.H., LLM, notaris di Jakarta.

Selanjutnya kami lampirkan Resume Rapat yang dikeluarkan oleh Kantor Notaris AMRUL PARTOMUAN POHAN, S.H., LLM dan rancangan materi Pengumuman Hasil Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa Perseroan yang akan diumumkan dalam surat kabar harian berbahasa Indonesia "Bisnis Indonesia" dan "Investor Daily", keduanya tertanggal 24 September 2004.

Demikian pemberitahuan ini kami sampaikan. Atas perhatian dan kerjasamanya, kami ucapkan terima kasih.

Hormat kami,
PT Aneka Kimia Raya Tbk

Nama : Haryanto Adikoesoemo
Jabatan : Presiden Direktur

Cc:

1. Kepala Biro PKP Sektor Riil Bapepam
2. PT Bursa Efek Jakarta
 - Direksi PT Bursa Efek Jakarta
 - Divisi Pencatatan Sektor Jasa PT Bursa Efek Jakarta
3. PT Bursa Efek Surabaya
 - Direksi PT Bursa Efek Surabaya
 - Divisi Pemantauan Emiten PT Bursa Efek Surabaya
4. PT Raya Saham Registra
5. Kantor Notaris & PPAT Dr. A. Partomuan Pohan, SH, LLM
6. PT Kustodian Sentral Efek Indonesia
 - Direksi PT Kustodian Sentral Efek Indonesia
 - Kepala Divisi Jasa Kustodian Sentral
7. Makes & Partners Law Firm
8. Kantor Akuntan Publik Praselio, Sarwoko & Sandjaja
9. PT BNP Paribas Peregrine
10. PT Sucoinvest Central Ganl
11. Direksi PT Sorinl Corporation Tbk
12. Corporate Secretary Perseroan

Logo akr
PT ANEKA KIMIA RAYA Tbk
Berkedudukan di Jakarta
("Perseroan")

PENGUMUMAN HASIL RAPAT UMUM PEMEGANG SAHAM LUAR BIASA

Dengan ini diberitahukan kepada para Pemegang Saham Perseroan bahwa dalam Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa ("Rapat") yang telah diselenggarakan pada:

Hari, Tanggal : Kamis, 23 September 2004
Pukul : 09.54 s/d 10.40 w.tb
Tempat : Libra Ballroom, Executive Club
Jakarta Hilton International Hotel
Jalan Gatot Subroto Jakarta 10002

telah diambil keputusan dengan suara bulat atas dasar musyawarah untuk mufakat, sesuai dengan Agenda Rapat, yaitu sebagai berikut:

I. Dalam acara pertama dari Rapat yaitu "Persetujuan Pengeluaran Saham Baru dalam Portepel Perseroan yang dilakukan melalui Penawaran Umum Terbatas I dengan menerbitkan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (Penawaran Umum Terbatas I)."

* Rapat dengan suara bulat atas dasar musyawarah dan mufakat telah memuluskan menyetujui sebagai berikut:

1. Menyetujui penambahan modal ditempatkan dan modal disetor Perseroan dengan mengeluarkan saham baru dari simpanan/portepel Perseroan, yaitu sebanyak 416.000.000 (empat ratus enam belas juta) saham biasa atas nama dengan nilai nominal Rp.500,- (limaratus Rupiah) setiap saham melalui Penawaran Umum Terbatas I dengan menerbitkan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu ("HMETD"), dengan ketentuan sebagai berikut:

- saham baru yang akan dikeluarkan dalam rangka Penawaran Umum Terbatas I tersebut akan ditawarkan dengan harga penawaran sebesar Rp.500,- (limaratus Rupiah) per saham (untuk selanjutnya disebut dengan "Harga Penawaran");
- setiap pemilik/pemegang 1 (satu) saham Perseroan yang namanya tercatat dalam Daftar Pemegang Saham pada tanggal 5 Oktober 2004 Pukul 16.00 WIB berhak atas 2 (dua) HMETD yang memberi hak kepada pemegangnya untuk membeli 2 (dua) saham baru dengan Harga Penawaran dan harus dibayar penuh pada saat mengajukan pemesanan pembelian saham baru dalam Penawaran Umum Terbatas I tersebut.
- jika saham baru yang ditawarkan dalam rangka Penawaran Umum Terbatas I tidak seluruhnya diambil bagian oleh para pemegang saham dan/atau pemegang HMETD, maka sisanya akan dialokasikan kepada para pemegang saham Perseroan lainnya dan/atau pemegang HMETD yang melakukan pemesanan yang lebih besar dari haknya sebagaimana tercantum dalam HMETDnya, yang demikian secara proporsional berdasarkan hak yang telah dilaksanakan oleh masing-masing pemegang saham Perseroan dan/atau pemegang HMETD tersebut sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- apabila setelah alokasi tersebut ternyata masih ada sisa saham baru yang belum diambil bagian, maka seluruh sisa saham baru yang tidak diambil bagian tersebut akan dibeli oleh PT Arthakencana Rayatama yang bertindak selaku Pembeli Sisa, dengan harga saham sesuai dengan Harga Penawaran serta sesuai dengan persyaratan dan ketentuan yang tercantum dalam Perjanjian Pembelian Sisa Saham Dalam Rangka Penawaran Umum Terbatas I.

e. Seluruh dana yang diperoleh dari hasil Penawaran Umum Terbatas I setelah dikurangi biaya emisi akan digunakan sebagai berikut:

1) Sekitar 45% (empat puluh lima persen) akan digunakan untuk mengembangkan Khalista (Liuzhou) Chemical Industries Ltd. (atau disingkat "KLZ"), anak perusahaan Perseroan yang berkedudukan di Cina yang akan disatukan dalam bentuk ekuitas dengan rncian sebagai berikut:

- Sekitar 31,5% (tiga puluh satu koma lima persen) atau sebesar Rp 65 miliar akan digunakan untuk membiayai pembelian mesin untuk memproduksi sorbitol serta pembangunan berbagai fasilitas pendukung sehingga dapat meningkatkan kapasitas produksi sorbitol dari 80.000 ton menjadi 120.000 ton per tahun. Konstruksi dan instalasi mesin direncanakan akan dimulai pada kuartal keempat tahun 2004 dan selesai pada semester pertama tahun 2005;
- Sekitar 13,5% (tiga belas koma lima persen) atau sebesar Rp 28 miliar akan digunakan untuk memperkuat modal kerja KLZ.

Pada saat ini, pembelian mesin untuk memproduksi sorbitol serta pembangunan berbagai fasilitas pendukung pada KLZ bukan merupakan transaksi yang bersifat material sesuai dengan ketentuan sebagaimana yang dimaksud dalam Peraturan Nomor IX.E.2 Lampiran Keputusan Ketua BAPEPAM No. Kep-05/PM/2000 tanggal 13 Maret 2000 sebagaimana diubah dengan Lampiran Keputusan Ketua BAPEPAM No. Kep-02/PM/2001 tanggal 20 Februari 2001 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha ("Peraturan Nomor IX.E.2"). Namun apabila transaksi ini menjadi material pada saat pelaksanaannya, maka akan dilaksanakan sesuai dengan ketentuan Peraturan Nomor IX.E.2.

2) Sekitar 55% (lima puluh lima persen) dari hasil Penawaran Umum Terbatas I akan digunakan sebagai tambahan modal kerja Perseroan dalam rangka pengembangan usaha, peningkatan keuntungan dan memperkuat struktur keuangan Perseroan. Tambahan modal kerja tersebut mencakup pembelian barang dagangan dan pembiayaan piutang usaha.

f. Ketentuan dan persyaratan lebih lanjut dari Penawaran Umum Terbatas tersebut adalah sebagaimana akan dimuat dalam Prospektus yang diterbitkan Perseroan.

2. Menyetujui perubahan ketentuan Pasal 4 ayat 2 Anggaran Dasar Perseroan, sehingga untuk selanjutnya tertulis dan harus dibaca sebagai berikut:

oee
23/9/04

Modal
Pasal 4

2. Dari modal dasar tersebut telah diambil bagian sebanyak 208.000.000 (duaratus delapan juta) saham dengan nilai nominal seluruhnya sejumlah Rp.104.000.000.000,- (seratus empat milyar Rupiah) dan telah disetor penuh dengan uang tunai oleh:
- PT ARTHAKENCANA RAYATAMA sebanyak 152.576.000 (seratus limapuluh dua juta limaratus tujuh puluh enam ribu) saham, dengan nilai nominal seluruhnya sebesar Rp.76.288.000.000,- (tujuh puluh enam milyar duaratus delapan puluh delapan juta Rupiah);
 - Masyarakat sebanyak 55.424.000 (limapuluh lima juta empat ratus dua puluh empat ribu) saham, dengan nilai nominal seluruhnya sebesar Rp.27.712.000.000,- (dua puluh tujuh milyar tujuh ratus dua belas juta Rupiah).

-Dalam rangka Penawaran Umum Terbatas I akan dikeluarkan sebanyak 416.000.000 (empat ratus enam belas juta) Saham Baru dari simpanan Perseroan, dengan nilai nominal Rp.500,- (limaratus Rupiah) per saham atau dengan nilai nominal seluruhnya sebesar Rp.208.000.000.000,- (duaratus delapan milyar Rupiah), dengan ketentuan apabila pemegang saham Perseroan yang ada tidak mengambil bagian atas Saham Baru yang akan dikeluarkan tersebut secara proporsional, maka Saham Baru yang dikeluarkan tersebut seluruhnya akan diambil oleh PT ARTHAKENCANA RAYATAMA yang telah ditunjuk sebagai pembeli slaga dalam Penawaran Umum Terbatas I. Dengan dikeluarkannya Saham Baru tersebut, maka modal ditempatkan Perseroan akan meningkat seluruhnya menjadi sebesar 624.000.000 (enam ratus dua puluh empat juta) saham atau dengan nilai nominal seluruhnya sebesar Rp.312.000.000.000,- (tiga ratus dua belas milyar Rupiah).

Sehingga dengan demikian susunan pemegang saham Perseroan (dengan asumsi seluruh Saham Baru diambil bagian oleh PT ARTHAKENCANA RAYATAMA) akan menjadi sebagai berikut:

- PT ARTHAKENCANA RAYATAMA sebanyak 568.576.000 (limaratus enam puluh delapan juta limaratus tujuh puluh enam ribu) saham, dengan nilai nominal seluruhnya sebesar Rp.284.288.000.000,- (duaratus delapan puluh empat milyar duaratus delapan puluh delapan juta Rupiah);
- Masyarakat sebanyak 55.424.000 (limapuluh lima juta empat ratus dua puluh empat ribu) saham, dengan nilai nominal seluruhnya sebesar Rp.27.712.000.000,- (dua puluh tujuh milyar tujuh ratus dua belas juta Rupiah).

3. Menyetujui pelimpahan kewenangan kepada Dewan Komisaris Perseroan, yaitu matakala seluruh proses Penawaran Umum Terbatas I selesai dilaksanakan, untuk menegaskan dan menyatakan kembali peningkatan modal ditempatkan dan modal disetor Perseroan sehubungan dengan pengeluaran saham baru dalam rangka Penawaran Umum Terbatas I serta untuk mengubah ketentuan Pasal 4 ayat 2 Anggaran Dasar Perseroan.
4. Menyetujui pemberian kuasa kepada Direksi Perseroan, dengan hak substitusi, untuk menyatakan kembali keputusan yang telah diambil dalam agenda pertama dari Rapat dalam suatu akta Notaris dan selanjutnya melaporkan perubahan ketentuan Pasal 4 ayat 2 Anggaran Dasar Perseroan sebagaimana telah disetujui dalam agenda pertama dari Rapat, kepada Menteri Kehakiman dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia, mendaftarkan perubahan ketentuan Pasal 4 ayat 2 Anggaran Dasar Perseroan tersebut dalam Daftar Perusahaan dan mengumumkannya dalam Berita Negara Republik Indonesia, dan untuk maksud tersebut, mengadakan pengubahan dan/atau penambahan atas perubahan ketentuan Pasal 4 ayat 2 Anggaran Dasar Perseroan tersebut sebagaimana disyaratkan oleh Menteri Kehakiman dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia dalam pengajuan proses pelaporan perubahan Anggaran Dasar tersebut serta melakukan tindakan lainnya sebagaimana disyaratkan oleh ketentuan hukum dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

ii. Dalam acara kedua dari Rapat yaitu "Persetujuan atas perubahan pasal 1 anggaran dasar Perseroan sehubungan dengan perubahan nama Perseroan."

*Rapat dengan suara bulat atas dasar musyawarah dan mufakat, telah memutuskan:

- Menyetujui perubahan nama Perseroan dari semula PT ANEKA KIMIA RAYA Tbk menjadi PT AKR CORPORINDO Tbk ;
- Sehubungan perubahan nama Perseroan tersebut, menyetujui perubahan ketentuan Pasal 1 ayat 1 anggaran dasar Perseroan, sehingga untuk selanjutnya Pasal 1 ayat 1 anggaran dasar Perseroan tertulis dan harus dibaca sebagai berikut:

Nama dan Tempat Kedudukan
Pasal 1

- Perseroan terbatas ini bernama: "PT AKR CORPORINDO Tbk" (selanjutnya dalam anggaran dasar ini cukup disingkat dengan "Perseroan"), berkedudukan di Jakarta.
- Memberikan kuasa kepada Direksi Perseroan, dengan hak substitusi untuk menyatakan kembali keputusan Rapat yang berkenaan dengan perubahan pasal 1 ayat 1 anggaran dasar Perseroan dalam akta Notaris dan selanjutnya memohon perselujuan atas perubahan ketentuan Pasal 1 ayat 1 anggaran dasar tersebut kepada Menteri Kehakiman dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia, dan mendaftarkannya pada Daftar Perusahaan serta mengumumkannya dalam Berita Negara Republik Indonesia dan untuk maksud tersebut, mengadakan pengubahan dan/atau penambahan atas perubahan ketentuan Pasal 1 ayat 1 Anggaran Dasar Perseroan tersebut sebagaimana disyaratkan oleh Menteri Kehakiman dan Hak Asasi Manusia Republik Indonesia serta melakukan tindakan lainnya sebagaimana disyaratkan oleh ketentuan hukum dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

acc
23/9/04

Jakarta, 24 September 2004
Direksi Perseroan

**Jadwal Penawaran Umum Terbatas I
PT Aneka Kimia Raya Tbk**

| No | Kegiatan | Hari | Tanggal |
|----|---|--------|------------|
| 1 | RUPSLB | Kamis | 23/09/2004 |
| 2 | Pernyataan Pendaftaran Penawaran Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu menjadi efektif | Kamis | 23/09/2004 |
| 3 | Cum HMETD di Pasar Reguler dan Pasar Negosiasi | Kamis | 30/09/2004 |
| 4 | Ex HMETD di Pasar Reguler dan Pasar Negosiasi | Jum'at | 01/10/2004 |
| 5 | Cum HMETD di Pasar Segera *) | Senin | 04/10/2004 |
| 6 | Ex HMETD di Pasar Segera *) | Selasa | 05/10/2004 |
| 7 | Cum HMETD di Pasar Tunai | Selasa | 05/10/2004 |
| 8 | Ex HMETD di Pasar Tunai | Rabu | 06/10/2004 |
| 9 | Tanggal terakhir pencatatan dalam Daftar Pemegang Saham (Recording Date) yang berhak atas HMETD | Selasa | 05/10/2004 |
| 10 | Periode Distribusi HMETD | Rabu | 06/10/2004 |
| 11 | Awal Pemecahan Sertifikat Bukti HMETD | Kamis | 07/10/2004 |
| 12 | Akhir Pemecahan Sertifikat Bukti HMETD | Kamis | 14/10/2004 |
| 13 | Pencatatan Saham di BES dan BEJ | Kamis | 07/10/2004 |
| 14 | Awal Perdagangan HMETD | Kamis | 07/10/2004 |
| 15 | Akhir Perdagangan HMETD | Kamis | 04/11/2004 |
| 16 | Awal Pelaksanaan HMETD | Kamis | 07/10/2004 |
| 17 | Akhir Pelaksanaan HMETD | Jum'at | 05/11/2004 |
| 18 | Awal Distribusi Saham Hasil Pelaksanaan HMETD | Senin | 11/10/2004 |
| 19 | Akhir Distribusi Saham Hasil Pelaksanaan HMETD | Selasa | 09/11/2004 |
| 20 | Akhir pembayaran atas pemesanan saham tambahan | Senin | 08/11/2004 |
| 21 | Penjatahan | Selasa | 09/11/2004 |
| 22 | Pengembalian uang pemesanan saham tambahan | Kamis | 11/11/2004 |

Catatan: *) hanya berlaku di BES, karena di BES masih berlaku Pasar Segera

Handwritten signature and date: 22/9/04

Handwritten signature and date: 04