

KINERJA SAHAM DI SEPUTAR *SEASONED EQUITY OFFERINGS (SEO)*

Djaja Perdana
Akademi Akuntansi YKPN
e-mail: *djajaperdana@yahoo.com*

ABSTRACT

This research aims to investigate the market reaction to seasoned equity offerings (SEO). This research was conducted at Jakarta Stock Exchange over 2000-2002 using 77 emitens based on purposive sampling. Paired sample t-test is used in testing return, abnormal return and trading volume activity surrounding seasoned equity offerings (SEO) announcement (t-5 until t+5).

The result of the all analysis shows that there are no significant average return, abnormal return and trading volume activity surrounding seasoned equity offerings (SEO).

Keywords: *Seasoned Equity Offerings, Return, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

PENDAHULUAN

Salah satu aksi yang dilakukan oleh perusahaan yang terdaftar di bursa saham dalam menghimpun dana tambahan adalah aksi *seasoned equity offerings (SEO)*. SEO merupakan bentuk penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan di luar saham yang telah ditawarkan sebelumnya melalui *Initial Public Offerings*.

Penawaran ini dilakukan karena perusahaan membutuhkan dana tambahan untuk modal operasional atau untuk melunasi hutang yang akan jatuh tempo. Idealnya setelah melakukan penawaran saham tambahan (SEO), *volume* perdagangan saham meningkat kemudian perusahaan memperoleh dana segar; sehingga perusahaan dapat mengurangi hutang dan menambah modal operasional perusahaan. Sehingga diharapkan kinerja perusahaan meningkat dan laba perusahaan bertambah yang pada akhirnya berpengaruh pada peningkatan *return* saham bagi investor.

Namun berdasarkan beberapa penelitian yang pernah dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan SEO ternyata kinerja sahamnya menunjukkan penurunan (*underperformance*) yang cukup signifikan pasca SEO. Penelitian Spiess dan Affleck-Graves (1995) dengan menggunakan data perusahaan di Amerika periode tahun 1975-1989, menemukan bahwa perusahaan yang melakukan SEO menunjukkan kinerja saham di bawah standar selama 3-5 tahun setelah tanggal penawaran. Mereka menemukan *abnormal return* negatif yang berkepanjangan pasca SEO. Penemuan ini diperkuat pula oleh penelitian lanjutan Loughran dan Ritter (2000) serta penelitian Jegadeesh (2000).

Sejumlah penelitian berpendapat bahwa SEO acapkali dijadikan ajang mengambil keuntungan oleh pihak manajemen perusahaan yang mempunyai harapan lebih terhadap peristiwa tersebut.

Manajemen yang mempunyai informasi privat tentang kondisi perusahaan ingin mendapatkan keuntungan dari momentum SEO. Sedangkan investor tidak dapat sepenuhnya mengetahui gambaran kondisi perusahaan dan ditambah dengan ramalan para analis yang cenderung terlalu optimis memprediksi perkembangan perusahaan dan prospeknya di masa datang.

Hal ini sesuai dengan pendapat Dechow, Hutton dan Sloan (2000) serta Lin dan Mc Nichols (1998) dalam penelitiannya yang menyatakan bahwa para analis umumnya dan analis perusahaan asuransi khususnya menilai terlalu optimis terhadap prospek masa depan perusahaan setelah SEO. Sedangkan pasar nampaknya mempunyai keterbatasan kemampuan untuk mengurangi bias ini pada saat penawaran saham tambahan dilakukan.

Hal yang menarik untuk diamati dari berbagai hasil penelitian di atas adalah bahwa aksi SEO mempunyai dampak terhadap kinerja saham perusahaan, dalam arti SEO diduga mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi reaksi pasar. Nilai perusahaan dan prospeknya di masa datang menjadi faktor yang sangat penting membentuk perilaku pasar (*investor*) di dalam menanggapi aksi SEO. Artinya pergerakan pasar saham yang diperdagangkan seputar SEO merupakan refleksi pergerakan naik turunnya kinerja perusahaan atau laba perusahaan yang selama ini diinformasikan dalam bentuk laporan keuangan dan reaksi pasar berdasarkan informasi yang diperoleh.

Oleh karena itu, penelitian ini mencoba mengkaji ulang kinerja saham seputar aksi *seasoned equity offerings* (SEO) yang diprosikan dalam *bentuk return, abnormal return*, dan aktivitas *volume* perdagangan dengan menggunakan data penutupan harian untuk lebih mengetahui dampak SEO secara lebih akurat. Pertanyaannya adalah bagaimanakan kinerja saham seputar SEO yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia? Apakah terjadi penurunan *return* dan aktivitas *volume* perdagangan? Serta apakah terdapat *abnormal return* negatif pasca SEO?

LANDASAN TEORI

Konsep-konsep yang selama ini digunakan untuk menjelaskan fenomena *abnormal return* dan aktivitas *volume* perdagangan saham seputar *seasoned equity offerings* (SEO) diantaranya adalah *windows of opportunity, agency theory, dan signalling theory*.

Fenomena penurunan kinerja saham perusahaan yang melakukan SEO dijelaskan oleh Alderson dan Betker (1997) dengan menggunakan kerangka *windows of opportunity*.

Lee (1997) menemukan bahwa pihak manajemen mengambil keuntungan *windows of opportunity* dan menjual saham yang *overvalue* selama SEO. *Overvalue* merupakan reaksi pasar terhadap pengumuman laba yang dilaporkan perusahaan menjelang perusahaan melakukan SEO.

Dalam *windows of opportunity*, latar belakang terjadinya penurunan kinerja karena adanya upaya perusahaan untuk mengambil keuntungan jangka pendek pada saat pasar menilai perusahaan terlalu tinggi (*overvalue*) yaitu dengan mengeluarkan saham tambahannya. Padahal dalam jangka panjang penilaian yang terlalu tinggi tersebut tidak bisa dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap kesalahannya. Sehingga *return* saham sebelum SEO mengalami peningkatan sedangkan pasca penawaran *return* saham akan mengalami penurunan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Return* saham pada tanggal pengumuman *seasoned equity offerings* (SEO) berbeda dengan *return* saham di seputar tanggal pengumuman.

H2: *Return* saham setelah tanggal pengumuman *seasoned equity offerings* (SEO) berbeda dengan *return* saham di sebelum tanggal pengumuman.

Sedangkan Morris (1987) mencoba menjelaskan fenomena *abnormal return* pasca SEO dengan menggunakan *agency theory*; yaitu teori yang terfokus pada masalah yang muncul antara *principal-agent* dalam pemisahan kepemilikan dan kontrol terhadap perusahaan; manajemen perusahaan berusaha untuk memberikan kesan positif kepada pasar tentang perusahaan yang dikelolanya. Kesan positif ini diwujudkan dalam bentuk kinerja keuangan yang dilaporkannya. Namun kesan positif ini dalam jangka panjang tidak bisa dipertahankan oleh manajemen, yang tercermin dari penurunan kinerja keuangan yang dilaporkan oleh perusahaan tersebut (Teoh et al, 1998).

Hal ini dapat terjadi karena adanya asimetri informasi antara investor dengan manajemen perusahaan. Walaupun investor mempunyai informasi cukup mengenai perusahaan yang melakukan SEO, asimetri informasi (*information asymmetry*) tetap terjadi dalam penawaran tersebut (Guo dan Mech, 2000). Kondisi inilah yang memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik untuk melakukan manipulasi terhadap kinerjanya, baik sebelum dan pada saat penawaran (Rangan, 1998; Teoh et al., 1998). Manipulasi yang dikenal dengan istilah *earning management* ini dalam jangka waktu tertentu akan menunjukkan penurunan kinerja (*underperformance*) setelah penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran dan Ritter, 1997; Teoh et al., 1998; Rangan, 1999).

Information asymmetric atau asimetrik informasi adalah informasi privat yang hanya dimiliki oleh manajemen dan sejumlah investor yang mendapat informasi saja (Jogiyanto, 1998). Walaupun secara umum investor mempunyai informasi mengenai perusahaan yang melakukan SEO, tetapi asimetri informasi tidak dapat dihindarkan dalam penawaran itu (Guo & Mech, 2000). Kondisi inilah yang memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik untuk melakukan manipulasi terhadap kinerjanya, baik sebelum dan pada saat penawaran (Rangan, 1998). Manipulasi yang dikenal dengan istilah *earning management* ini akan mengakibatkan penurunan kinerja setelah penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran & Ritter, 1997).

Earning management yang dilakukan oleh perusahaan menimbulkan reaksi positif terhadap saham sehingga nilai saham perusahaan meningkat tajam namun setelah penawaran saham tambahan dilakukan perusahaan tidak dapat menunjukkan kinerja keuangan yang lebih baik dibandingkan sebelum penawaran sehingga nilai saham perusahaan turun tajam sebagai bentuk reaksi kekecewaan pasar sehingga memunculkan *abnormal return* negatif.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Abnormal return* saham pada tanggal pengumuman *seasoned equity offerings* (SEO) berbeda dengan *abnormal return* saham di seputar tanggal pengumuman.

H4: *Abnormal return* saham setelah tanggal pengumuman *seasoned equity offerings* (SEO) berbeda dengan *abnormal return* saham sebelum tanggal pengumuman.

Sedangkan asumsi utama dalam *signalling theory* menyatakan bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkannya, dan manajemen tidak secara penuh menyampaikan informasi ke pasar modal, sehingga umumnya pasar akan merespon suatu aksi perusahaan sebagai suatu sinyal adanya informasi yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga dan *volume* perdagangan saham yang terjadi.

Sebagai implikasinya, pengumuman perusahaan untuk menambah jumlah lembar saham baru yang beredar akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi baru yang dikeluarkan oleh manajemen yang selanjutnya akan mempengaruhi aktivitas *volume* perdagangan saham.

Myers dan Majluf (1984) berargumen bahwa manajemen akan memperoleh insentif dengan mengeluarkan saham baru yang mereka percaya bahwa saham perusahaan mengalami *overvalued*. Akan tetapi investor menyadari bahwa dengan adanya insentif tersebut menyebabkan manajemen menggunakan informasi penerbitan saham baru sebagai sinyal bahwa saham perusahaan dalam kondisi *overvalued*, sehingga harga saham perusahaan akan jatuh seiring dengan menurunnya volume perdagangan.

Signalling theory menyatakan bahwa pasar akan bereaksi secara negatif karena adanya pengumuman penambahan saham baru yang mengindikasikan adanya informasi yang tidak menguntungkan (*bad news*) tentang kondisi laba di masa yang akan datang. Khususnya jika dana dari penawaran saham tambahan akan digunakan untuk tujuan perluasan investasi yang mempunyai NPV = 0 atau negatif. Reaksi yang dimunculkan berupa penurunan permintaan terhadap saham yang ditawarkan yang pada akhirnya berdampak pada nilai saham tersebut.

Bayless dan Chaplinsky (1996) menggunakan *volume* untuk mendefinisikan apa yang mereka sebut dengan *hot market* (pasar panas) dan *cold market* (pasar dingin). *Hot market* ditandai dengan tingginya *volume* penawaran ekuitas. Reaksi harga terhadap penawaran ekuitas pada *hot market* lebih rendah daripada saat *cold market*, secara ekonomis ini menggambarkan signifikansi perusahaan yang akan mencoba menaikkan ekuitas di waktu yang menguntungkan.

Dapat dinyatakan bahwa penawaran saham tambahan sebenarnya merugikan bagi perusahaan karena dianggap sebagai sinyal negatif oleh pasar sehingga likuiditasnya akan menurun bila dibandingkan dengan sebelum penawaran dilakukan. Oleh karena itu untuk mendapatkan reaksi yang positif dari investor biasanya perusahaan akan menawarkan saham tambahan dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H5: *Trading volume activity* saham pada tanggal pengumuman *seasoned equity offerings* (SEO) berbeda dengan *trading volume activity* saham di seputar tanggal pengumuman.

H6: *Trading volume activity* saham setelah tanggal pengumuman *seasoned equity offerings* (SEO) berbeda dengan *trading volume activity* saham sebelum tanggal pengumuman.

PENDEKATAN

Definisi Operasional Variabel Penelitian

1. Seasoned Equity Offerings (SEO)

Seasoned Equity Offerings (SEO) merupakan pengumuman tanggal penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan pada kurun waktu tertentu dan penawaran saham tambahan tersebut adalah untuk pertama kalinya dilakukan oleh perusahaan. Dalam penelitian ini, penawaran tambahan dilakukan dalam bentuk *right issue*, dan *additional listing*, yang terdiri dari *company listing* dan *partial listing*.

2. Abnormal Return Saham

Abnormal return merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* ekspektasi dan dinyatakan dalam rumus sebagai berikut:

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

Dalam hal ini AR_{it} = *abnormal return* saham ke-i pada periode ke- t, R_{it} = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham ke- i pada periode ke- t, Rm_t = *return* ekspektasi saham ke-

i pada periode ke- t. Sumber: Schweitzer (1989) dikutip dari Budiarto dan Baridwan (1999).

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada hari ke- t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya dan dihitung dengan rumus:

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

Dalam hal ini R_{it} = *return* saham perusahaan I, P_t = harga saham ke- t, P_{t-1} = harga saham hari ke- t-1.

Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diekspektasi dan dihitung dengan menggunakan metode *market adjusted return*:

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

Dalam hal ini Rm_t = *return* saham yang diharapkan (*expected return*), $IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke- t, dan $IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan hari ke t-1

Rata-rata kumulatif *abnormal return* (CAAR) adalah penjumlahan *abnormal return* selama periode pengamatan 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah tanggal pengumuman dibagi jumlah sampel (N). Rumus yang digunakan adalah:

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

Dalam hal ini $CAAR_t$ = akumulasi rata-rata *abnormal return* pada hari ke- t, $\sum AR_{it}$ = akumulasi *abnormal return* perusahaan ke- i pada hari ke- t, dan N = jumlah perusahaan. Sumber : Schweitzer (1989) dikutip dari Budiarto dan Baridwan (1999)

3. Volume perdagangan:

Aktivitas volume perdagangan saham dilihat dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity* (TVA). TVA digunakan untuk melihat apakah preferensi investor secara individual menilai pengumuman SEO sebagai sinyal positif atau negatif untuk membuat keputusan. TVA dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$TVA_{i,t} = \frac{\text{Saham perusahaan yang diperdagangkan pada waktu}_t}{\text{Saham perusahaan yang beredar pada waktu}_t}$$

Sumber George Foster (1986) dikutip oleh Budiarto dan Baridwan (1999)

Setelah TVA masing-masing saham diketahui, maka rata-rata volume perdagangan untuk semua sampel dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\overline{XTVA} = \frac{\sum_{i=1}^n TVA_i}{n}$$

Seleksi Sampel

Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling*, artinya bahwa populasi yang dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu sesuai dengan yang dikehendaki dalam penelitian ini. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya mis-spesifikasi dalam penentuan sampel penelitian yang selanjutnya dapat berpengaruh pada hasil analisis. Kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan *seasoned equity offerings* (SEO) selama periode tahun 2000-2002.
2. Bukan perusahaan/lembaga keuangan, karena untuk menghindari pengaruh regulasi tertentu yang mempengaruhi perusahaan tersebut.
3. Sampel yang dipilih tidak melakukan beberapa kali aksi SEO dalam jangka waktu kurang dari 1 bulan, atau mengumumkan aksi SEO bersamaan dengan aksi IPO. Tujuannya untuk menghindari *confounding effect* dari aksi-aksi tersebut terhadap variabel yang diamati.

Data yang dikumpulkan adalah data historis selama 3 tahun untuk mendapatkan jumlah sampel yang memadai serta data yang dibutuhkan cukup tersedia. Bentuk penelitian ini adalah penelitian longitudinal. Penelitian ini menggunakan *pooling* data yaitu data banyak perusahaan selama beberapa tahun amatan. Salah satu keuntungan jenis penelitian ini adalah dapat mengikuti perubahan yang terjadi dari waktu ke waktu (Cooper & Emory, 1995). Selain itu, pengujian ini dilakukan untuk mengetahui konsistensi hasil penelitian. Karena periode waktu yang digunakan dalam penelitian ini lebih dari satu tahun amatan, maka pengelompokan data dan analisis data tidak dikelompokkan berdasarkan waktu (*cluster by time*) tetapi dilakukan sekaligus untuk melihat pengaruh yang terjadi. Tahap pengumpulan data mencakup:

1. Mencatat data harian harga saham penutupan (*closing price*) dan IHSG selama 5 hari sebelum penawaran (t-5) dan 5 hari sesudah penawaran (t+5) untuk masing-masing perusahaan yang termasuk dalam sampel.
2. Menghitung *return* saham sesungguhnya per hari untuk masing-masing saham untuk periode 5 hari seputar tanggal *seasoned equity offerings* (SEO).
3. Menghitung *return* yang diharapkan (*expected return*) harian dengan menggunakan ukuran indeks harga saham gabungan (IHSG) masing-masing perusahaan selama periode 5 hari seputar tanggal SEO.
4. Menghitung *abnormal return* yang merupakan selisih antara *return* sesungguhnya (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*) harian untuk masing-masing saham dengan menggunakan metode *market adjusted return* untuk periode pengamatan 5 hari di seputar tanggal SEO.
5. Menghitung kumulatif *abnormal return* (CAAR) masing-masing saham untuk periode 5 hari di seputar tanggal SEO
6. Menghitung perubahan aktivitas perdagangan saham dengan menggunakan ukuran *Trading Volume Activity* (TVA) masing-masing saham untuk periode 5 hari di seputar tanggal pengumuman. Kemudian menghitung rata-rata TVA masing-masing saham untuk periode 5 hari di seputar tanggal pengumuman.
7. Membuat perbandingan secara statistik rata-rata *return* dan *abnormal return* serta CAAR sebelum tanggal SEO dan *return* serta *abnormal return* serta CAAR sesudah tanggal SEO dengan rata-rata pada hari ke- 0 untuk melihat apakah terdapat perbedaan signifikan secara statistik diantara

ke dua periode tersebut dibandingkan dengan hari ke-0. Serta perhitungan statistik data harian untuk mengetahui tingkat signifikansi data masing-masing hari amatan.

8. Membuat perbandingan secara statistik rata-rata aktivitas *volume* perdagangan sebelum tanggal SEO dan aktivitas *volume* perdagangan sesudah tanggal SEO dengan rata-rata pada hari ke-0 untuk melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik diantara ke dua periode tersebut dibandingkan dengan hari ke-0. Serta perhitungan statistik data harian untuk mengetahui tingkat signifikansi data masing-masing hari amatan.

Penentuan periode amatan 5 hari didasarkan atas rekomendasi penelitian-penelitian sebelumnya guna menghindari adanya *confounding effect*, seperti pembagian deviden, saham bonus dan *stock split* yang akan menyebabkan return saham perusahaan yang bersangkutan akan mengalami perubahan. Oleh karena itu untuk melihat perubahan harga saham yang disebabkan oleh SEO maka waktu 5 hari cukup layak. Periode waktu yang terlalu pendek (kurang dari 5 hari) atau terlalu panjang (lebih dari 5 hari) akan memungkinkan terjadinya bias.

Analisis Data

Data yang dikumpulkan dibandingkan secara statistik rata-rata *return*, *abnormal return* serta *volume* perdagangan sebelum tanggal penawaran (SEO) dan rata-rata sesudah tanggal penawaran (SEO) dengan rata-rata pada hari ke-0 untuk melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik diantara kedua periode tersebut dibandingkan dengan hari ke-0. Pengujian data harian dilakukan dengan menggunakan uji-t *sample* berpasangan (*paired t-test*). *Paired sample t-test* berguna untuk melakukan pengujian terhadap 2 sampel yang berhubungan atau sering disebut sampel berpasangan yang berasal dari populasi yang memiliki rata-rata (*mean*) yang sama. Uji ini dimaksudkan untuk membedakan rata-rata (*mean*) sebelum dan sesudah dilakukan suatu peristiwa atau *treatment*. Dengan ketentuan hipotesis:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

Penentuan kesimpulan berdasarkan probabilitas :

Jika probabilitas (signifikansi) > 0,05 maka H_A : ditolak

Jika probabilitas (signifikansi) < 0,05 maka H_A : tidak dapat ditolak

Penentuan kesimpulan berdasarkan tabel:

Jika t hitung > t tabel 0,05 maka H_0 : ditolak

Jika t hitung < t tabel 0,05 maka H_0 : diterima

PENYAJIAN HASIL

1. Return Saham

Hasil perhitungan rata-rata *return* saham lima hari di seputar SEO ditunjukkan pada tabel 1 nampak bahwa terjadi pergerakan return saham yang sangat *volatile* dengan *trend* fluktuatif. Pada lima hari menjelang hari pengumuman SEO *return* saham berada pada titik minus lalu naik hingga berada pada titik tertinggi 1,25 pada hari t-3, namun kemudian turun kembali hingga titik terendah -1,25 di hari t+1.

sedangkan pada hari t+2 dan t+3 *return* saham mengalami kenaikan namun tidak lebih tinggi dari *return* pada t-3 setelah itu kembali menurun hingga hari t+5.

Sedangkan melalui perhitungan uji statistik menggunakan *paired sample t-test* dengan tingkat signifikansi 5% (0,05) dan $df=76$, serta $t\text{-tabel} = 1,991$ diperoleh hasil bahwa $t\text{ hitung} < t\text{ tabel}$ 0,05 dengan nilai probabilitas $p > 0,05$ yang berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum pengumuman (t-5 sampai t-1) dengan *return* saham pada hari pengumuman (t 0) dan juga tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham pada hari pengumuman (t 0) dengan *return* saham sesudah pengumuman (t+1 sampai t+5). Serta tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham pada lima hari sebelum pengumuman dengan *return* pada lima hari sesudah pengumuman. Jadi hipotesis 1 dan hipotesis 2 ditolak.

Selanjutnya analisa dikembangkan dengan menguji perbedaan *return* antar t-aman terhadap t-0 ternyata juga tidak berbeda secara signifikan. Uji signifikansi data harian juga tidak ditemukan *return* yang meningkat atau menurun secara tajam.

Tabel 1. Hasil Pengujian Statistik Terhadap Return Saham

	t	mean	Std Deviasi
t-5 s/d -1 relatif thd t 0	0,150	0,0013743	0,0806467
t+1 s/d +5 relatif thd t 0	0,055	0,0005168	0,0818899
t-5 s/d -1 relatif thd t+1 s/d +5	0,561	0,0018911	0,0295585

Periode	Mean
-5 sampai -1	0,0005685
Hari ke 0	-0,0008058
+1 sampai +5	-0,0013226

Hari	Mean(%)	t	Prob (Sig)
-5	-0,44	-1,057	0,294
-4	0,65	0,869	0,387
-3	1,25	1,770	0,081
-2	-0,13	-0,187	0,852
-1	-1,05	-1,549	0,125
0	-0,08	-0,092	0,927
+1	-1,25	-1,618	0,110
+2	0,20	0,527	0,600
+3	0,80	1,322	0,190
+4	0,22	0,376	0,708
+5	-0,63	-1,755	0,083

Hal ini ternyata berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sulistyanto (2003) dan Harto (2001) yang menemukan adanya peningkatan *return* saham perusahaan yang melakukan SEO sebelum dan saat SEO dilakukan dan penurunan *return* saham setelah SEO. Hal ini mungkin disebabkan karena perbedaan kondisi makro yang mempengaruhi perilaku pasar. Penelitian Midiastuti & Sulistyanto (2002) dan Harto (2001) menggunakan data perusahaan yang melakukan SEO pada periode sebelum tahun 1997 atau sebelum krisis ekonomi melanda.

Dalam tinjauan konsep *windows of opportunity*, *return* saham sebelum SEO dilakukan mengalami peningkatan karena adanya upaya perusahaan untuk mengambil keuntungan jangka pendek pada saat pasar menilai perusahaan terlalu tinggi (*overvalue*) pada saat harga saham mengalami *overprice* perusahaan mengambil keputusan untuk mengeluarkan saham tambahan dan puncak *overprice* terjadi pada saat pengumuman SEO. Namun setelah SEO, *return* saham mengalami penurunan sebagai koreksi yang dilakukan oleh investor terhadap kesalahannya dalam menilai perusahaan.

Namun hasil penelitian ini tidak cukup mendukung konsep tersebut. Dalam penelitian ini ditunjukkan bahwa:

- a. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum dengan sesudah SEO dilakukan
- b. *Return* saham sebelum SEO tidak berbeda dengan *return* saat pengumuman SEO.
- c. *Return* saat pengumuman juga tidak berbeda dengan *return* pasca SEO.
- d. Selain itu, penelitian ini juga tidak menemukan adanya tingkat *return* harian yang sangat tajam selama waktu amatan artinya *return* saham masih dalam batas wajar.

2. *Abnormal Return*

Hasil perhitungan rata-rata *abnormal return* saham lima hari di seputar SEO ditunjukkan pada tabel 2. Nampak bahwa pergerakan tingkat *abnormal return* saham cenderung *volatile* dan fluktuatif. Pada lima hari menjelang hari pengumuman SEO, *abnormal return* saham berada pada titik -0,29 lalu kemudian naik hingga berada pada titik tertinggi 1,46 pada hari t-3, namun kemudian turun kembali hingga titik terendah -1,17 pada hari t+1. Sedangkan pada hari t+2 dan t+3 *abnormal return* saham mengalami kenaikan namun tidak lebih tinggi dari *abnormal return* pada t-3 setelah itu kembali menurun hingga hari t+5.

Hasil perhitungan statistik menggunakan *paired sample t-test* dengan tingkat signifikansi 5% (0,05) dan $df = 76$, serta $t \text{ tabel} = 1,991$ diperoleh hasil bahwa $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$ 0,05 dan nilai probabilitas $p > 0,05$ yang berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham sebelum pengumuman (t-5 sampai t-1) dengan *abnormal return* saham pada hari pengumuman (t-0) dan juga tidak ada perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* saham pada hari pengumuman (t-0) dengan *abnormal return* saham sesudah pengumuman (t+1 sampai t+5). Serta tidak ada perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* pada lima hari sesudah pengumuman, jadi hipotesis 3 dan hipotesis 4 ditolak.

Tabel 2. Hasil Pengujian Statistik Abnormal Return Saham

	t	mean	Std Deviasi
t-5 s/d -1 relatif thd t 0	0,421	0,0038137	0,0795078
t+1 s/d +5 relatif thd t 0	-0,054	-0,0004845	0,0791886
t-5 s/d -1 relatif thd t+1 s/d +5	1,006	0,0033292	0,0290410

Periode	Mean
-5 sampai -1	0,0021761
Hari ke 0	-0,0016376
+1 sampai +5	-0,0011531

Selanjutnya analisis dikembangkan dengan menghitung CAAR dan melakukan pengujian perbedaan antara data *abnormal return* harian dan CAAR harian terhadap t-0 ternyata hasilnya juga menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan.

Hari	AAR (%)	t	CAAR
-5	-0,29	-0,757	-0,293
-4	0,82	1,074	0,531
-3	1,46	2,109**	2,283**
-2	0,27	0,406	1,726**
-1	-1,17	-1,795	-0,902
0	-0,16	-0,192	-1,333
+1	-1,08	-1,441	-1,243
+2	0,33	0,843	-0,747
+3	0,70	1,154	1,032
+4	0,13	0,222	0,826
+5	-0,66	-1,617	-0,529

** Signifikan pada $t < 0,05$

Namun apabila dilakukan pengujian signifikansi data harian dengan menggunakan *one-sample t-test* ternyata ditemukan bahwa tingkat *abnormal return* pada t-3 serta CAAR pada t-3 & t-2 mempunyai perbedaan yang signifikan bila dibandingkan dengan data *abnormal return* dan CAAR secara keseluruhan.

Diduga aksi ambil untung (*taking profit*) tetap terjadi sehingga tingkat *abnormal return* dan CAAR pada t-3 & t-2 berbeda sangat signifikan dibandingkan dengan *abnormal return* dan CAAR pada t-amatan lainnya. Namun aksi ini terjadi secara temporer karena kemudian pasar melakukan koreksi pada t-1 untuk menghindari rugi yang lebih besar.

Kemudian informasi mengenai rencana perusahaan untuk melakukan SEO telah diketahui oleh pasar satu hari sebelum perusahaan mengumumkan aksi tersebut. Sehingga pasar bereaksi lebih awal untuk mengantisipasi kemungkinan tingkat kerugian yang lebih besar.

Terjadinya asimetri informasi (*information asymmetry*) mungkin cukup relevan dalam kondisi ini, artinya bahwa terdapat kemungkinan pasar (*investor*) tidak memiliki informasi internal yang lebih lengkap mengenai kondisi dan rencana perusahaan untuk melakukan penawaran, sehingga manajemen dapat bersikap opportunistik untuk melakukan aksi ambil untung sebelum penawaran diumumkan. Namun kondisi tersebut hanya terjadi temporer karena kemudian rencana penawaran diketahui oleh pasar dan pasar melakukan koreksi kondisi tersebut dengan menahan diri untuk tidak melakukan aksi beli saham perusahaan yang akan melakukan SEO.

Namun secara keseluruhan hasil analisis ini membuktikan bahwa tidak ditemukan *abnormal return* negatif pasca SEO sehingga penelitian ini ternyata mendukung hasil penelitian Lo dan Zhao (2003) yang juga tidak berhasil membuktikan adanya *abnormal return* negatif pasca SEO dan penelitian ini juga memperkuat pernyataan Brav, Geczy dan Gompers (2000) yang menduga bahwa *abnormal return* yang mengikuti SEO bukan sebuah anomali atau strategi yang nampaknya bertentangan dengan pasar efisien (Jones, 1996 dalam Jogiyanto, 1998).

Penelitian ini mendukung hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Sheehan (1997) yang menemukan bahwa kinerja saham justru jatuh sebelum adanya pengumuman penawaran saham tambahan (SEO) yang dilakukan oleh perusahaan dan kinerja saham naik setelah penawaran.

3. Volume Perdagangan (*Trading Volume Activity*)

Hasil perhitungan rata-rata *Trading Volume Activity* (TVA) saham lima hari di seputar SEO ditunjukkan pada tabel 3. nampak bahwa pergerakan pergerakan *volume* perdagangan selama lima hari menjelang hari pengumuman SEO cukup fluktuatif. Aktivitas *volume* perdagangan saham tertinggi terjadi pada

t-5 yaitu 1,79 lalu kemudian turun cukup drastis hingga berada pada titik 0,05 pada hari t-4, namun kemudian naik kembali hingga titik 1,23 pada hari t-2. Sedangkan mulai hari t-1 hingga hari t+2 *volume* perdagangan saham mengalami penurunan hingga titik terendah 0,09. Pada hari +3 mulai naik kembali namun tidak lebih tinggi dari *volume* perdagangan pada hari sebelum SEO.

Sedangkan hasil perhitungan statistik menggunakan *paired sample t-test* untuk data kelompok *volume* perdagangan sebelum dan sesudah SEO terhadap t-0 dengan tingkat signifikansi 5% (0,05) dan $df = 76$, dan $t_{tabel} = 1,991$ diperoleh hasil bahwa t hitung masih lebih kecil dari t_{tabel} 0,05 dan nilai probabilitas $p > 0,05$ yang berarti bahwa perbedaan antara aktivitas *volume* perdagangan saham sebelum pengumuman (t-5 sampai t-1) dengan *volume* perdagangan saham pada hari pengumuman (t-0) tidak signifikan dan tidak ada perbedaan yang signifikan antara aktivitas *volume* perdagangan saham pada hari pengumuman (t-0) dengan aktivitas *volume* perdagangan sesudah pengumuman (t+1 sampai t+5). Serta perbedaan antara aktivitas *volume* perdagangan saham pada lima hari sebelum pengumuman dengan aktivitas *volume* pada lima hari sesudah pengumuman juga tidak signifikan, sehingga hasil analisis ini tidak mendukung hipotesis yang diajukan, artinya hipotesis 5 dan hipotesis 6 ditolak.

Tabel 3. Hasil Pengujian Statistik Trading Volume Activity

	t	mean	Std Deviasi
t-5 s/d -1 relatif thd t 0	1,910	0,0077586	0,0356489
t+1 s/d +5 relatif thd t 0	0,255	0,0002190	0,0075423
t-5 s/d -1 relatif thd t+1 s/d +5	1,935	0,0079776	0,0361791

Periode	Mean
-5 sampai -1	0,010007
Hari ke 0	0,022484
+1 sampai +5	0,002029

Hari	Mean (%)	t	Prob (Sig)
-5	1,79	1,305	0,196
-4	0,51	1,889	0,063
-3	0,60	1,474	0,145
-2	1,23	1,586	0,117
-1	0,89	1,566	0,121
0	0,23	2,219**	0,029**
+1	0,20	2,149**	0,035**
+2	0,09	2,828**	0,006**
+3	0,16	2,476**	0,016**
+4	0,25	2,476**	0,015**
+5	0,33	2,239**	0,028**

** Signifikan pada $t < 0,05$

Namun kemudian analisis dikembangkan dengan menggunakan *one sample t-test* untuk menguji tingkat signifikansi data TVA untuk masing-masing hari terhadap data TVA keseluruhan dan ternyata hasilnya menunjukkan bahwa TVA pada t-0 hingga t+5 mempunyai tingkat signifikansi yang tinggi bila dibandingkan dengan data TVA secara keseluruhan.

Seharusnya penambahan saham baru mewakili ke arah perkembangan struktur modal yang optimal atau lebih baik, sehingga reaksi yang ditimbulkan oleh pasar seharusnya mengarah kepada

peningkatan baik dalam *volume* maupun tingkat *return* yang akan diperoleh. Namun dalam kenyataannya, *volume* perdagangan saham pasca SEO yang ditunjukkan oleh penelitian menunjukkan kondisi yang sebaliknya. Tingkat *volume* perdagangan saham pasca SEO tidak mengalami peningkatan seperti yang diharapkan. Walaupun berdasarkan analisis statistik tingkat *volume* perdagangan sebelum dan sesudah SEO tidak berbeda secara signifikan namun nampak bahwa rata-rata aktivitas *volume* perdagangan saham perusahaan yang melakukan SEO mengalami penurunan. Hasil tersebut membuktikan bahwa perbedaan preferensi investor yang dicerminkan oleh pergerakan *volume* perdagangan saham seputar hari pengumuman secara statistik masih belum cukup didorong oleh adanya informasi SEO. Sedangkan penurunan aktivitas *volume* perdagangan pada tanggal pengumuman hingga t+5 pasca SEO diduga disebabkan karena meningkatnya jumlah penawaran oleh saham tambahan yang baru saja dikeluarkan oleh perusahaan.

Apabila dikaitkan dengan teori sinyal (*signalling theory*), nampak bahwa teori tersebut tidak cukup mampu menjelaskan latar belakang reaksi tersebut, mengingat penurunan aktivitas *volume* perdagangan terjadi pula sebelum SEO dilakukan walau hanya bersifat temporer (tidak berkepanjangan). Sedangkan menurut teori sinyal, aksi SEO yang dilakukan oleh perusahaan akan direspon negatif dalam waktu yang cukup lama oleh pasar pasca penawaran saja sebagai indikasi adanya informasi yang tidak menguntungkan (*bad news*) tentang kondisi perusahaan dan kemampuan memperoleh laba di masa yang akan datang.

Kondisi makro Indonesia yang kurang menguntungkan pada periode tahun 2000 s.d 2002 mempengaruhi terciptanya ketidakpastian yang tinggi pada siklus pasar modal. Pergerakan harga saham bersifat *volatile* (mudah berubah) dengan *trend* yang cenderung fluktuatif (naik-turun) sehingga investor mengalami kesulitan untuk memprediksi pergerakan saham di masa datang. Pada kondisi ini kenaikan harga saham mencapai titik tertinggi sedangkan tingkat penurunannya mencapai titik terendahnya. Sangat sulit untuk melakukan prediksi apakah peningkatan harga telah mencapai titik tertingginya (*peak level*) sehingga arahnya akan berbalik menurun, demikian pula memprediksi apakah tingkat penurunan telah mencapai titik terendahnya (*through level*) dan akan berbalik mengalami pertumbuhan. Sehingga perilaku pasar yang muncul adalah:

- a. Investor lebih berhati-hati dan selektif dalam memilih saham.
- b. Investor cenderung ingin segera melakukan *profit taking*.
- c. Pergerakan saham banyak dipengaruhi aksi spekulasi temporer

Dari analisis di atas dapat disimpulkan bahwa dalam kondisi makro yang tidak kondusif maka pergerakan harga saham menjadi lebih sulit untuk dianalisis dan diprediksi karena faktor-faktor yang bersifat non-fundamental dan teknikal lebih berpengaruh, sehingga informasi kinerja keuangan perusahaan saja tidak cukup mempengaruhi proses pengambilan keputusan *investor* untuk merespon positif aksi penawaran saham tambahan (SEO) yang dilakukan oleh perusahaan karena *investor* menyadari bahwa informasi keuangan tidak dapat sepenuhnya menggambarkan nilai perusahaan dan bukan jaminan bagi perusahaan untuk memperoleh laba di masa yang akan datang apabila kondisi makro tidak mendukung iklim investasi.

Sehingga apabila kondisi fundamental perusahaan yang melakukan SEO dinilai baik oleh *investor* namun kondisi non-fundamental memberikan sentimen negatif bagi pasar maka reaksi yang ditimbulkan mungkin tidak sesuai dengan yang diharapkan. Faktor fundamental perusahaan akan memperoleh dukungan yang semakin besar apabila pasar memperoleh sentimen positif. Kejadian atau peristiwa jangka pendek dan bersifat sementara seringkali mengalahkan faktor fundamental dalam menentukan reaksi pasar terhadap penawaran saham tambahan.

KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan hasil sebagai berikut: dari 77 sampel perusahaan yang melakukan aksi *seasoned equity offerings* (SEO) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 2000-2002, secara keseluruhan hasil analisa terhadap kinerja saham perusahaan yang diprosikan dalam bentuk *return*, *abnormal return* dan aktivitas *volume* perdagangan menghasilkan bukti yang tidak mendukung dugaan munculnya *abnormal return* negatif atau terjadinya peningkatan aktivitas *volume* perdagangan saham pasca *seasoned equity offerings*. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh faktor-faktor non fundamental perusahaan yang sangat berpengaruh terhadap perilaku pasar. Perbedaan hasil penelitian ini dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya kemungkinan disebabkan oleh faktor-faktor tersebut.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan-keterbatasan yaitu tidak membuat pengelompokan sampel secara sektoral karena terbatasnya jumlah sampel yang diperoleh. Oleh karena itu untuk penelitian yang akan datang perlu dipertimbangkan penggunaan data dalam jumlah yang lebih besar dan periode waktu yang lebih panjang agar dapat menguji sampel secara sektoral. Selain itu penelitian ini juga menduga bahwa kemungkinan faktor *size* emiten dan *volume* saham yang ditawarkan turut berpengaruh terhadap hasil pengujian sehingga faktor ini perlu diperhatikan pada penelitian yang akan datang.

Model perhitungan estimasi *return* yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui tingkat *abnormal return* adalah *market adjusted return*. Meskipun model ini cukup baik digunakan untuk menguji *abnormal return* namun selayaknya perlu pula pengujian dilakukan dengan menggunakan metode lain. Salah satu model yang dapat diuji-cobakan pada penelitian yang akan datang adalah model *propensity score matching method* yang dikembangkan oleh Lo dan Zhao (2003). Metode ini mempunyai keunggulan dalam menentukan sampel yang diuji dan mempunyai kemampuan mengurangi bias dalam proses *matching* perusahaan yang dijadikan sampel, sehingga tingkat akurasi data dan analisisnya mungkin akan semakin tinggi. Oleh karena itu model ini perlu dipertimbangkan dalam penelitian yang akan datang.

DAFTAR PUSTAKA

- Alderson, Michael J., dan Brian L. Betker (1997). "The Long Run Performance of Companies That Withdraw Seasoned Equity Offerings". *Working Paper*.
- Bayless, M., dan Chaplinsky (1996). "Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?". *Journal of Finance*.
- Brav, A., C. Gezy, dan P.A. Gompers (2000). "Is The Abnormal Return Following Equity Issuance Anomalous?". *Journal of Financial Economics*. Volume 56:209-249.
- Budiarto, Arif dan Zaki Baridwan (1998). "Pengaruh Pengumuman Right Issue Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1996". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Volume 2. Nomor 1: 91-116.

- Cooper-Emory (1995). *Business Research Methods*. Richard D. Irwin.
- Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton, dan Richard G Sloan (2000). "The Relationship between Analysis Forecast of Long Term Earning Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings". *Working Paper*. University of Michigan.
- Guo, Lin, dan Timoty S. Mech (2000). "Conditional Event Study, Anticipation and Asymmetric Information: The Case of Seasoned Equity Issues and Pre-issue Information Releases". *Journal of Empirical Finance*. Volume 7.
- Harto, Puji (2001). "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Right Issu di Indonesia". *Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Jegadeesh, N (2000). "Long-term Performance of Seasoned Equity Offerings: Benchmark Errors and Biases in Expectations". *Financial Management*, Volume 29: 5-30.
- Jogiyanto (1998). *Teori Portofolio and Analisis Investasi*. Penerbit BPFE. Yogyakarta.
- Lee, I. (1997). "Do Firms Knowingly Sell Overvalued Equity?". *Journal of Finance*. Volume 55: 1439-1466.
- Lo, Xianghong, dan Xinlei Zhao (2003). "Is There Abormal Return After Seasoned Equity Offerings?". *Working Paper*.
- Lin, Hsiou-Wei dan Maureen F. McNichols (1998). "Underwriting Relationship, Analysis's Earning Forecast and Investment Recommendations". *Journal of Accounting and Economics*. Volume 25: 101-127.
- Loughran, T. dan J.R. Ritter (1997). "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings". *The Journal of Finance*.
- _____ (2000). "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency". *Journal of Financial Economics*. Volume 55: 361-389.
- McLaughlin, Assem S., dan K. V. Gopala. "The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post Issue Performance". *Financial Management*. Volume 25.
- Moris (1987). "Signalling Agency Theory and Accounting Policy Choice." *Accounting and Business Research*. Volume 18.
- Myers, S., dan N. Maljuf (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*. Volume 13: 187-222.

- Rangan, Srinivasan (1998). "Earning Management and The Performance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*. Volume 50.
- Sheehan, Dennis P., Gregory B. Kadlec., dan Claudio F. Loderer (1997). "Issue Day Effect for Commons Stock Offerings: Causes and Consequences". *Working Paper*. Penn State University: 1-35.
- Sulistyanto, H. Sri (2003). "Seasoned Equity Offerings: Benarkah Underperformance Pasca Penawaran". *Artikel*.
- Spiess, D.K., dan J. Affeck-Graves (1995). "Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*. Volume 38: 243-267.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, dan T. J. Wong (1998). "Earning Management and The Underperformance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*. Volume 53. Number 6.