

BAB 11

KAJIAN PUSTAKA

2.1 . Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

Ni luh Putu Wiagustini (2009) menyatakan bahwa rata-rata kinerja keuangan perusahaan manufaktur tidak mengalami peningkatan secara nyata sesudah SEO. Hanya pada *total aset turnover* yang mengalami peningkatan, yaitu 0.77 X menjadi 1.11 X. Rata-rata kinerja saham perusahaan manufaktur di lihat dari *return* sahamnya tidak mengalami peningkatan secara nyata sesudah SEO, yaitu 0,79% menjadi -0.90%.

Dorsaf BEN AISSIA, Slaheddine HALLARA, Hichem ELEUCH (2009) dalam penelitiannya menyatakan bahwa fungsi utilitas dapat menjelaskan harapan harga optimis pasar yang diamati dalam tahun pertama setelah pengumuman. Namun, tidak dapat menjelaskan return ketika manajer perusahaan menggunakan SEO untuk memperbaiki valuasi perusahaan mereka dari mispricing pasar. Dalam penelitian tersebut dengan menggunakan tes skewness terjadi kenaikan return pada tahun pertama setelah melakukan SEO dan penurunan return pada tahun-tahun berikutnya.

Sulistyanto (2002) Penelitian ini menemukan bukti bahwa perusahaan yang melakukan penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*) mengalami penurunan pasca penawaran tersebut. Hal ini terbukti dari besarnya nilai mean variabel kinerja keuangan dan saham sebelum SEO dibandingkan setelah SEO. Kondisi ini mengindikasikan adanya upaya manajemen untuk memperbaiki kinerja yang dilaporkan dalam prospektus,

dengan harapan penawaran saham tambahannya akan direspon secara positif oleh investor di pasar. Walaupun pada periode pasca penawaran penurunan kinerja (*underperformance*) akan dialami perusahaan sebagai bukti tidak bisa dilanjutkannya manipulasi tersebut tersebut. Penurunan kinerja ini merupakan cermin dari ketidakmampuan manajemen melanjutkan manipulasi yang dilakukan pada saat SEO.

Heni Kurniawan (2004) dengan judul Analisis Kinerja Perusahaan Pre-Seasoned Equity Offerings. Dari hasil penelitiannya dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara perusahaan yang melakukan SEO dengan yang tidak melakukan SEO. Dari hasil ini dapat dibuat dugaan bahwa kemungkinan tidak terdapat earnings management yang dilakukan perusahaan sebelum melakukan SEO. Mean kinerja perusahaan SEO yang lebih tinggi disebabkan adanya sejumlah perusahaan yang memiliki rasio kinerja yang jauh menyimpang dari mean kelompok (*outliers*).

Bowo Astoto (2004) Hasil data menunjukkan bahwa kinerja keuangan dan kinerja saham perusahaan secara keseluruhan tidak terdapat perbedaan rata-rata yang signifikan sebelum dan sesudah melakukan SEO (*Seasoned Equity Offerings*), yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas $> 0,05$. Walaupun rata-rata kinerja perusahaan sama, tetapi nilai rasio setelah SEO (*Seasoned Equity Offerings*) bervariasi. Kenaikan kinerja keuangan terjadi pada rasio *current ratio*, *total assets turnover* dan *return on assets*. Sementara rasio *debt equity ratio* dan *net profit margin* mengalami penurunan sesudah

SEO (*Seasoned Equity Offerings*). Kemudian untuk kinerja saham mengalami penurunan.

Dengan matrik di bawah ini.



Tabel 2.1 Rekapitulasi Hasil Penelitian Terdahulu dalam Bentuk Matriks (*Theoretical Mapping*)

No	Peneliti	Judul	Teori	Tujuan	Hasil	Saran
1	Ni luh Putu Wiagustini (2009)	The Comparison of Financial anf stock performance Before and After Seasoned Equity Offerings at Manufacturing Companies in Indonesian stock Exchange	<p>Megginson (1997) SEO adalah penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang terdaftar di pasar modal, di luar saham yang terlebih dulu beredar melalui IPO.</p> <p>Jogiyanto (2000) SEO merupakan suatu cara bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerja yang dimilikinya.</p>	<p>1. untuk mengetahui signifikansi perbedaan rata-rata kinerja keuangan sebelum dan sesudah SEO.</p> <p>2. untuk mengetahui signifikansi perbedaan rata-rata kinerja saham sebelum dan sesudah SEO</p>	<p>rata-rata kinerja keuangan perusahaan manufaktur tidak mengalami peningkatan secara nyata sesudah SEO.</p> <p>Hanya pada <i>total aset turnover</i> yang mengalami peningkatan, yaitu 0.77 X menjadi 1.11 X</p> <p>rata-rata kinerja saham perusahaan manufaktur di lihat dari <i>return</i> sahamnya tidak mengalami peningkatan secara nyata sesudah SEO,</p>	<p>Menggunakan variabel lain diluar yang penulis teliti yaitu <i>current ratio, debt to equity ratio, total assets turnover ratio, return on assets</i>, dan <i>return</i> saham, agar menggunakan sampel yang lebih besar lagi, dengan kata lain tidak hanya pada perusahaan manufaktur saja tetapi pada semua perusahaan yang melakukan SEO.</p>

					yaitu 0,79% menjadi -0.90%	
2	Dorsaf BEN AISSIA, Slaheddine HALLARA , Hichem ELEUCH (2009)	Long Run Performance Following Seasoned Equity Offering on Tunisian Stock Market: Cumulative Prospect Preference Approach	Recent studies (Loughran and Ritter (1995,1997), Spiess and Affleck-Graves (1995) and Jegadeesh (2000)) show that this negative performance persist over five years after the subsequent public issue.	To know A firm offering seasoned equity realizes a negative performance because market investors use a cumulative prospect function as utility function.	- we model the SEO excess return in a simple way using a binomial distribution - we carry out a skewness test for each SEO stock of our sample.	Results show that this utility function explains market over optimistic expectations observed in prices the first year after the announcement event. However, it can't explain returns when firm's managers use SEO event to correct their firm's valuation from market mispricing. This is because weighting probability function under prospect function is a static function. Our paper extends cumulative prospect theory in that it considers a dynamic weighting probability function. This dynamic is conditioned by returns

						skewness sign and gives a more appropriate explanation of the observed reality of the market.
3	Sulistyanto, H.Sri, dan Midiastuti, Pratana P., 2002	Seasoned Equity Offerings: Benarkah Underperforman ce Pasca Penawaran	Seasoned equity offerings merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang listed di pasar modal, diluar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui initial public offerings (IPO) (Megginson, 1997).	penelitian ini bertujuan untuk mencari bukti empiris bahwa dalam jangka panjang perusahaan yang melakukan SEO akan mengalami penurunan kinerja.	Penelitian ini menemukan bukti bahwa perusahaan yang melakukan penawaran saham tambahan (seasoned equity offerings) mengalami penurunan pasca penawaran tersebut. Hal ini terbukti dari besarnya nilai mean variabel kinerja keuangan dan saham sebelum SEO dibandingkan	Menambah jumlah sampel dan waktu amatan agar lebih lama.

					<p>setelah SEO. Kondisi ini mengindikasikan adanya upaya manajemen untuk memperbaiki kinerja yang dilaporkan dalam prospektus, dengan harapan penawaran saham tambahannya akan direspon secara positif oleh investor di pasar.</p>	
4	Heni Kurniawan (2004)	Analisis Kinerja Perusahaan Pre-Seasoned Equity Offerings	<p>SEO merupakan aktivitas emiten di pasar modal yang berupa penawaran sekuritas tambahan (seasoned securities) kepada masyarakat. Penawaran ini dilakukan karena</p>	<p>Untuk mengetahui perbedaan kinerja perusahaan yang signifikan antara perusahaan yang melakukan SEO dengan yang tidak melakukan SEO pada periode</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja yang signifikan antara perusahaan yang melakukan SEO dengan yang tidak</p>	<p>memperbanyak jumlah sampel perusahaan yang melakukan SEO karena tidak dibutuhkannya perusahaan pembanding, sehingga hasil penelitian lebih dapat digeneralisasi karena lebih mewakili fenomena yang</p>

			<p>emiten sebagai perusahaan go public membutuhkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan usahanya. Penawaran dapat dilakukan dengan dua cara (Megginson, 1997):</p> <ol style="list-style-type: none"> a. Menjual hak (right issue). b. Menjual kepada setiap investor second offerings, third offerings dan seterusnya. <p>Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi cenderung menggunakan pilihan pertama untuk</p>	<p>sebelum SEO.</p>	<p>melakukan SEO. Dari hasil ini dapat dibuat dugaan bahwa kemungkinan tidak terdapat earnings management yang dilakukan perusahaan sebelum melakukan SEO.</p>	<p>sesungguhnya. Selain itu untuk melakukan penelitian dengan menggunakan sampel pada periode sebelum atau sesudah krisis. Asumsinya, pada periode ini kondisi perekonomian relatif stabil, dan perusahaan publik akan berupaya menyajikan informasi yang terbaik untuk menarik minat investor.</p>
--	--	--	---	---------------------	--	---

5	Bowo Astoto (2004)	Analisis kinerja perusahaan sebelum dan sesudah melakukan seasoned equity offerings : studi kasus di Bursa Efek Jakarta		Untuk mengetahui kinerja keuangan dan kinerja saham perusahaan sebelum dan sesudah melakukan SEO (Seasoned Equity Offerings).	Hasil data menunjukkan bahwa kinerja keuangan dan kinerja saham perusahaan secara keseluruhan tidak terdapat perbedaan rata-rata yang signifikan sebelum dan sesudah melakukan SEO (Seasoned Equity Offerings), yang ditunjukkan dengan nilai probabilitas > 0,05. Walaupun rata-rata kinerja perusahaan sama, tetapi nilai rasio setelah SEO (Seasoned Equity Offerings),	saran-saran untuk investor yang akan menginvestasikan modalnya diharapkan memperhatikan informasi yang berkaitan dengan kinerja perusahaan.
---	--------------------	---	--	---	--	---

					bervariasi. Kemudian untuk kinerja saham mengalami penurunan.	
6	Zulvi Eka Andriyani (2011)	Analisis Komparatif Kinerja Keuangan, Kinerja saham, Dan Kinerja Operasi sbelum Dan Sesudah Melakukan <i>Seasoned Equity Offerings</i> Periode 2007-2008 (Studi Pada Seluruh Perusahaan yang Listing di BEI)	<p>1. Anoraga dan Pakarti (2003) SEO dapat meningkatkan likuiditas perusahaan karena ada bagian dana yang diperoleh dari SEO digunakan untuk membayar hutang perusahaan yang jatuh tempo.</p> <p>2. (Asquith dan Mullin 1986) Perusahaan yang melakukan SEO biasanya memiliki</p>	<p>- Untuk mengetahui perbedaan rata-rata kinerja keuangan, kinerja saham dan kinerja operasi sebelum dan setelah SEO</p> <p>- Untuk mengetahui variabel apa yang menjadi diskriminator dominan dalam membedakan kinerja keuangan sebelum dan</p>	<p>- Tidak terdapat perbedaan rata-rata yang signifikan kinerja keuangan, kinerja saham dan kinerja operasi sebelum dan setelah perusahaan melakukan SEO</p> <p>- Variabel yang menjadi diskriminator dominan adalah <i>net profit margin</i></p> <p>- korelasi antara variabel terikat yaitu SEO dengan variabel bebas</p>	<p>- Bagi emiten agar lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan mengenai penawaran SEO.</p> <p>- Bagi investor sebaiknya mempertimbangkan kembali jika ingin melakukan investasi pada saham perusahaan-perusahaan yan melakukan SEO karena hasil penelitian menemukan bahwa rata-rata kinerja saham tidak tidak mengalami peningkatan secara</p>

			<p>penilaian harga saham yang tinggi ditunjukkan dengan penambahan yang nyata sebelum SEO .</p>	<p>setelah SEO. - Untuk mengetahui hubungan SEO dengan kinerja keuangan, kinerja saham dan kinerja operasi</p>	<p>adalah bervariasi, dan yang memiliki korelasi yang paling kuat adalah <i>return</i> saham dan PER</p>	<p>nyata setelah SEO. - Bagi peneliti selanjutnya dapat menambah jumlah amatan agar lebih lama, dan menambah jumlah sampel yang lebih banyak agar memberikan hasil yang lebih baik. Serta dapat meneliti kebenaran adanya <i>earning management</i> yang di duga merupakan fenomena di sekitar SEO yang digunakan oleh manajemen perusahaan.</p>
--	--	--	---	--	--	--

Sumber: Berbagai sumber yang diolah

Dari kondisi tersebut, maka penelitian-penelitian terdahulu dapat dijadikan acuan dalam pengembangan penelitian berikutnya. Hal ini diperlukan karena penelitian-penelitian tersebut saling melengkapi diantara kekurangan-kekurangan yang ada pada masing-masing peneliti. Dari data-data hasil penelitian terdahulu diatas maka ringkasan perbedaan dan persamaan penelitian tersebut dapat dilihat pada tabel 2.2 dibawah ini.

Tabel 2.2
Perbedaan dan Persamaan penelitian Terdahulu

No	Perbedaan	Persamaan
1	Variabel yang digunakan berbeda dengan penelitian sebelumnya. Yaitu dengan melihat kinerja perusahaan secara bersama-sama yang meliputi: kinerja keuangan, kinerja saham, dan kinerja operasi	Sama-sama meneliti tentang SEO (<i>seasoned equity offerings</i>)
2	Periode amatan dan jumlah sampel juga berbeda dengan penelitian sebelumnya, yaitu tahun 2008	Sama-sama menggunakan rasio <i>current ratio, total asset turnover, debt to equity ratio, net profit margin, return on equity</i> dan <i>return saham</i>
3	Rumusan masalah yang diangkat juga berbeda dengan penelitian sebelumnya. Dengan menambah jumlah rumusan masalah.	
4	Alat analisis yang digunakan berbeda dengan peneliti sebelumnya. Dalam penelitian ini menggunakan alat analisis diskriminan.	

2.2 . Kajian Teoritis

2.2.1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal adalah tempat bertemunya para pembeli dan penjual dengan dua risiko yaitu untung dan rugi. (Idjang Gunawan, 2003:39). Menurut Kepres No 60 tahun 1988, dalam Srihandaru Yulianti, (1996:2), pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang dalam bentuk efek. Menurut Panji Anoraga (1995:6), pasar modal pada hakikatnya adalah jaringan tatanan yang memungkinkan pertukaran klaim jangka panjang, memungkinkan penambahan *financial assets* (dan hutang) pada saat yang sama memungkinkan investor untuk merubah dan menyesuaikan portofolio investasinya (melalui pasar sekunder).

Pasar modal adalah tempat pertemuan antara mereka (perorangan atau badan usaha) yang memiliki dana nganggur, dengan badan usaha, yang butuh modal tambahan untuk beroperasi (Koetin, 2002:58).

Pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek (Sunariyah, 2003:4-5). Jenis surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun.

Pasar modal merupakan sarana yang efektif untuk mempercepat pertumbuhan perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena pasar modal merupakan instrumen keuangan penting dalam suatu perekonomian, yang

berfungsi memobilisasi dana dari masyarakat ke sektor produktif (perusahaan). Peran intermediasi keuangan dari masyarakat ke unit usaha tersebut dimaksudkan untuk mencapai kemakmuran.

2.2.2. Kinerja Perusahaan

Pengukuran kinerja merupakan analisis data serta pengendalian bagi perusahaan. Pengukuran kinerja digunakan perusahaan untuk melakukan perbaikan atas kegiatan operasionalnya agar dapat bersaing dengan perusahaan lain. Bagi investor informasi mengenai kinerja perusahaan dapat digunakan untuk melihat apakah mereka akan mempertahankan investasi mereka di perusahaan tersebut atau mencari alternatif lain. Selain itu pengukuran juga dilakukan untuk memperlihatkan kepada penanam modal maupun pelanggan atau masyarakat secara umum bahwa perusahaan memiliki kredibilitas yang baik (Munawir, 2002:85).

Analisis terhadap kinerja perusahaan pada umumnya dilakukan dengan menganalisis laporan keuangan, yang mencakup perbandingan kinerja perusahaan dengan perusahaan lain dalam industri yang sama dan mengevaluasi kecenderungan posisi keuangan perusahaan sepanjang waktu. Adapun teknik analisis yang paling umum dan sering digunakan untuk menilai kinerja perusahaan adalah analisis rasio. Analisis rasio tersebut akan memberikan gambaran atau pengukuran relatif dari operasi perusahaan (Moeljadi, 2006: 67).

Mulyadi (1992: 489) penilaian kinerja adalah menentukan secara periodik efektivitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi dan

karyawannya berdasarkan sasaran, standard dan kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya. Tujuan utama penilaian kinerja adalah memotivasi karyawan dalam mencapai sasaran organisasi dan dalam mematuhi standar perilaku yang telah ditetapkan sebelumnya agar membuahkan tindakan dan hasil yang diinginkan.

Dalam masa pembangunan ekonomi sekarang ini, dunia usaha telah mengalami perkembangan yang cepat hal ini menyebabkan persaingan ketat terjadi di dunia usaha. Persaingan di dunia usaha mempengaruhi perusahaan untuk beroperasi lebih baik dari sebelumnya sebagaimana agar kelangsungan hidup (*going concern*) perusahaan tetap terjaga. Operasi perusahaan yang meningkat menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik.

Informasi kinerja yang baik akan memacu investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Kinerja yang baik menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan kekayaan bagi pemegang sahamnya. Oleh karena itu, pengukuran kinerja perusahaan diperlukan untuk menentukan keberhasilan perusahaan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Bagi perusahaan itu sendiri, informasi kinerja keuangan perusahaan dapat digunakan untuk proses pengambilan keputusan dalam melakukan investasi maupun keputusan-keputusan lainnya atau memperbaiki kekurangan-kekurangan yang dapat menurunkan kinerja perusahaan.

2.2.2.1. Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan adalah hasil kerja para manajer dalam melaksanakan tugas yang dibebankan kepada mereka yang berhubungan dengan pengelolaan keuangan perusahaan (Irham, 2006: 6).

Kinerja keuangan perusahaan merupakan hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus-menerus oleh manajemen. Oleh karena itu untuk menilai kinerja keuangan, suatu perusahaan, perlu dilibatkan analisis dampak keuangan kumulatif dan ekonomi dari keputusan dan pertimbangannya dengan menggunakan ukuran komparatif.

Dalam membahas metode penilaian kinerja keuangan, perusahaan harus didasarkan pada data keuangan yang dipublikasikan yang dibuat sesuai dengan prinsip akuntansi keuangan yang berlaku umum. Laporan ini merupakan data yang paling umum yang tersedia untuk tujuan tersebut, walaupun sering kali tidak mewakili hasil dan kondisi ekonomi. Laporan tersebut sebagai “kartu skor” periodik yang membuat hasil investasi operasi dan pembiayaan perusahaan, maka fokus akan diarahkan pada hubungan dan indikator keuangan yang memungkinkan analisa penilaian kinerja masa lalu dan juga proyeksi hasil masa depan dimana akan menekankan pada manfaat serta keterbatasan yang terkandung didalamnya. Salah satu cara untuk melihat keadaan suatu perusahaan adalah dengan melihat kinerja keuangan suatu perusahaan. Dengan menilai kinerja keuangan perusahaan seorang investor dapat melihat keadaan atau kondisi suatu perusahaan. Kinerja keuangan dapat dilihat melalui laporan keuangan (Irham, 2006: 62).

Kinerja keuangan dapat menjadi ukuran keberhasilan suatu perusahaan selama periode tertentu. Kinerja keuangan perusahaan tercermin dalam laporan keuangan dalam bentuk neraca, perhitungan laba rugi, dan laporan posisi keuangan atau perpindahan modal (Sawir, 2000).

Analisa laporan keuangan perusahaan pada dasarnya merupakan penghitungan ratio-ratio untuk menilai keadaan keuangan perusahaan di masa lalu, saat ini dan kemungkinannya di masa mendatang. Ada beberapa cara yang dapat digunakan di dalam menganalisa keadaan keuangan perusahaan, tetapi analisa dengan menggunakan ratio merupakan hal yang sangat umum dilakukan di mana hasilnya akan memberikan pengukuran relatif dari operasi perusahaan (Syamsuddin, 2009:37). Seperti alat analisis lainnya, rasio paling bermanfaat bila berorientasi ke depan, oleh karena itu penganalisa harus mampu untuk menyesuaikan faktor-faktor yang ada pada periode atau waktu ini dengan faktor-faktor di masa yang akan datang yang mungkin akan mempengaruhi posisi keuangan atau hasil operasi perusahaan yang bersangkutan. (Subramanyam dan John, 2010: 42)

Rasio menggambarkan suatu hubungan atau perimbangan (*mathematical relation ship*) antara suatu jumlah tertentu dengan jumlah yang lain, dan dengan menggunakan alat analisa berupa rasio ini akan dapat menjelaskan atau memberi gambaran kepada penganalisa tentang baik atau buruknya keadaan atau posisi keuangan suatu perusahaan.

Rasio dapat dihitung berdasarkan laporan keuangan yang telah tersedia, terdiri dari. (Alwi Syafarudin, 1993:108):

- a. Neraca (balance sheet) yang menunjukkan posisi keuangan perusahaan pada suatu saat.
- b. Rugi/laba (income statement) merupakan laporan operasi perusahaan selama periode tertentu.

Neraca merupakan laporan yang memberikan informasi mengenai jumlah harta, utang, dan modal perusahaan pada saat tertentu. Informasi tersebut dapat bersifat operasional atau strategis, baik kebijakan modal kerja, investasi, maupun kebijakan struktur permodalan yang telah diambil oleh perusahaan. Neraca memberikan informasi mengenai sumber dan penggunaan dana perusahaan. Sisi sebelah kiri neraca (aktiva) merupakan sisi penggunaan dana perusahaan, yakni berupa kebijakan investasi, baik investasi jangka panjang maupun jangka pendek yang dilakukan perusahaan pada periode tertentu. Sisi sebelah kanan (passiva) menunjukkan sumber-sumber dana untuk membiayai investasi tersebut, baik sumber jangka panjang maupun jangka pendek (Sawir, 2000). Contoh rasio-rasio neraca adalah *current ratio*, *acid test ratio*, *total asset ratio*, *current asset*, dan lain sebagainya (Riyanto, 1995: 26-30).

Kinerja keuangan dalam penelitian ini merefleksikan kinerja fundamental perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan data fundamental perusahaan, yaitu laporan keuangan perusahaan manufaktur yang melakukan *SEO* pada tahun 2008 serta 2 tahun sebelum dan sesudah tahun tersebut sebagai pembandingan. Variabel kinerja keuangan dalam penelitian ini akan diukur menggunakan 12 (dua belas) jenis rasio keuangan

yang berbeda dengan penelitian sebelumnya. Hasil rasio keuangan ini dapat digunakan untuk menilai kinerja manajemen dalam suatu periode apakah mencapai target seperti yang telah ditetapkan. Kemudian juga dapat dinilai kemampuan manajemen dalam memberdayakan sumber daya perusahaan secara efektif (Kasmir, 2011: 104-105).

Menurut J. Fred Wetson membagi rasio keuangan menjadi enam (6) bentuk yaitu rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, rasio pertumbuhan dan rasio penilaian. Sedangkan menurut Handono Mardiyanto ada lima aspek keuangan yang penting dianalisis. Yakni (1) likuiditas (*liquidity*), (2) Aktifitas atau aktiva (*activity or asset*), (3) utang (*debt*) atau solvabilitas (*solvability*) atau *leverage*, (4) profitabilitas (*profitability*), dan nilai pasar (*market value*).

Dalam penelitian ini menggunakan empat aspek keuangan yaitu: likuiditas, solvabilitas, aktifitas dan profitabilitas dan masing-masing aspek menggunakan 2 rasio keuangan dengan tujuan untuk keakuratan hasil penelitian. Masing-masing rasio keuangan tersebut adalah sebagai berikut:

a) Rasio Likuiditas

Rasio likuiditas merupakan analisis yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktifitas operasional perusahaan berdasarkan atas hutang jangka pendek. Atau sering disebut rasio modal kerja yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa likuidnya suatu perusahaan. Rasio ini meliputi: *current ratio*, *acid test ratio* dan *cash ratio*. Dalam penelitian ini diukur menggunakan *Current Ratio* (rasio lancar) dan *Acid Tes Ratio* (rasio cepat).

Current Ratio (rasio lancar) yaitu membandingkan antara aktiva lancar dengan utang lancar. Dengan formula sebagai berikut (Handono, 2009:55-56):

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hu tan g Lancar}} \dots\dots\dots(1)$$

Makin tinggi jumlah aktiva lancar (relative terhadap utang lancar) makin tinggi rasio lancar, yang berarti pula makin tinggi tingkat likuiditas perusahaan. Namun semakin tinggi rasio lancar (makin tinggi tingkat likuiditas) makin tinggi pula jumlah kas yang tidak terpakai, yang pada akhirnya justru akan menurunkan tingkat profitabilitas. Dengan demikian, selalu ada pertukaran (*trade-off*) antara likuiditas dan profitabilitas (Handono, 2009:55).

Sedangkan *Acid Tes Ratio* (rasio cepat), yaitu membandingkan antara kas ditambah setara kas ditambah surat berharga ditambah piutang dengan kewajiban lancar. Dengan formula sebagai berikut:

$$\text{Acid Test Ratio} = \frac{\text{kas} + \text{setara kas} + \text{surat berh arg a} + \text{piu tan g}}{\text{kewajiban lancar}} \dots\dots\dots(2)$$

b) Rasio Solvabilitas atau *Leverage*

Rasio solvabilitas terdiri dari rasio yang menunjukkan proporsi hutang yaitu *debt to equity ratio* dan rasio pengganda utang keuangan (*financial leverage multiplier*) dan rasio yang menunjukkan kemampuan membayar utang atau membayar beban tetap (dalam jangka panjang) yaitu, rasio

kemampuan membayar bunga (*time interest earned*), rasio kemampuan membayar beban tetap (*fixed charge coverage ratio*) dan rasio pemenuhan arus kas (*cashflow coverage ratio*). Rasio keuangan yang digunakan adalah *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *financial leverage multiplier (FLM)*. *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan bagian dari setiap satuan aktiva yang dijadikan jaminan oleh perusahaan untuk keseluruhan utang yang dimilikinya. Diukur dengan membandingkan antara total utang dengan total aktiva, sebagai berikut (Handono, 2009:58-61):

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots(3)$$

Financial leverage menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan equity yang dimilikinya. Tingginya *financial leverage* menunjukkan risiko finansial atau risiko kegagalan perusahaan untuk mengembalikan pinjaman akan semakin tinggi, dan sebaliknya.

Persamaan akuntansi mengungkapkan bahwa aktiva sama dengan utang ditambah ekuitas. Hal itu berarti bahwa menghitung aktiva dan ekuitas, pada hakikatnya sedang menghitung utang. Apabila jumlah aktiva relative tetap, sementara utang bertambah, ekuitas akan cenderung mengecil. Hal itu berakibat pada meningkatnya rasio FLM.

$$\text{Financial leverage multiplier} = \frac{\text{Total Aktiva}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(4)$$

c) Rasio Aktifitas

Rasio aktivitas menunjukkan sejauhmana efisien perusahaan dalam menggunakan *asset* atau aktiva untuk memperoleh penjualan. Semakin tinggi ratio aktivitas perusahaan, maka semakin baik kemampuan perusahaan menggunakan sumber daya yang ada secara efisien dan optimal. Syamsuddin (2001:43). Rasio ini terdiri dari perputaran persediaan (*inventory turnover*), rata-rata periode pengumpulan (*average collection period*), perputaran aktiva tetap (*fixed asset turnover*) dan perputaran total aktiva (*total asset turnover*) (Handono, 2009: 56-58).

Dalam penelitian ini rasio yang digunakan adalah perputaran aktiva tetap (*fixed asset turnover*) rasio ini menunjukkan bagaimana perusahaan menggunakan aktiva tetapnya. Perputaran aktiva tetap yang makin meningkat menunjukkan bahwa aktiva tetap perusahaan makin produktif dalam menghasilkan pendapatan (penjualan). (Handono, 2009:58)

$$\text{Fixed Asset Turnover (FATO)} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Aktiva Tetap}} \dots\dots\dots (5)$$

Dan juga menggunakan Perputaran total aktiva, yaitu membandingkan antara penjualan dengan total aktiva. Perputaran total aktiva yang semakin meningkat menunjukkan bahwa total aktifa perusahaan makin produktif dalam menghasilkan pendapatan atau penjualan (Handono, 2009:58).

$$\text{Total Asset Turnover (TATO)} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total aktiva}} \dots\dots\dots (6)$$

d) Rasio Profitabilitas

Merupakan ratio yang mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba (keuntungan) baik dalam hubungannya dengan penjualan, *asset* maupun laba bagi modal sendiri (Sartono, 1996:122). Rasio ini terdiri dari, rasio margin laba, *operating return on total asset*, *return on asset*, *return on equity* (Handono, 2009:58).

Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Return on Equity* (ROE). ROE merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap penyertaan modal saham sendiri yang berarti juga merupakan untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian (*prosentase*) dari saham sendiri yang ditanamkan dalam bisnis.

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(7)$$

Juga menggunakan OROA (*Operating return on Total Assets*) dianggap sebagai alat ukur laba yang bersumber dari aktifitas investasi (Handono, 2009:62)

$$\text{Operating return on total asset (OROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total aktiva}} \dots\dots\dots(8)$$

2.2.2.2. Kinerja Saham

Saham adalah unit kepemilikan dalam sebuah perusahaan, sebagai bukti kepemilikan dalam sebuah perusahaan sebagai bukti kepemilikan atas saham,

perseroan terbatas menerbitkan sertifikat saham (*stock certificate*) kepada para pemegang sahamnya (Simamora, 2000:408). Investasi saham (*stock investment*) adalah investasi pada modal saham perusahaan (Simamora, 2000:445).

Dengan pengukuran kinerja saham diharapkan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasi yang nantinya akan berpengaruh pada kinerja keuangan dan kinerja operasional perusahaan.

Kinerja saham mengindikasikan kinerja pasar perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan nilai pasar saham harian perusahaan yang melakukan *SEO* pada tahun 2008, yaitu 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah *SEO*. Variabel kinerja saham diprosikan dengan menggunakan *return* saham dengan formula :

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(9)$$

Keterangan :

- Ri = *Return* saham Individual
- Pt = Harga Saham Individual
- Pt-1 = Harga saham pada periode t-1

Selain *return* kinerja saham juga bisa diukur dengan menggunakan PER. Makin tinggi rasio PER makin mahal harga saham suatu perusahaan, sehingga makin tinggi nilai perusahaan di mata investor. Namun tingginya rasio PER dihindari oleh para calon pembeli saham. Sebab, saham seperti itu cenderung menurun harganya dalam waktu dekat (Handono, 2009:63)

$$\text{Price earning ratio} = \frac{\text{Harga saham biasa per lembar}}{\text{Laba per lembar}} \dots\dots\dots(10)$$

2.2.2.3. Kinerja Operasi

Efisiensi operasi perusahaan akan berperan penting terhadap keberhasilan dengan adanya laju pertumbuhan penjualan yang meningkat. Peningkatan laju pertumbuhan penjualan membutuhkan adanya penambahan pembiayaan, baik pembiayaan dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap. Pembiayaan dalam aktiva lancar memiliki sifat mudah diuangkan dan merupakan jumlah yang besar dalam perusahaan sehingga memerlukan perhatian yang seksama dari manajer keuangan. Pertumbuhan penjualan dengan kebutuhan pembiayaan aktiva lancar memiliki hubungan yang langsung dalam perusahaan manufaktur. Jika terjadi penurunan penjualan berarti kinerja operasi pada perusahaan tersebut mengalami penurunan, maka hal tersebut juga akan mengakibatkan penurunan pada kinerja saham dan kinerja keuangan.

Kinerja Operasional merupakan alat untuk mengevaluasi seberapa besar margin laba dari aktifitas operasi. Dalam hal ini yang digunakan adalah margin laba bersih (*net profit margin*) yaitu dengan membandingkan antara laba bersih dengan penjualan. Formulasnya adalah sebagai berikut:

$$\text{Net Profit margin} = \frac{\text{laba bersih}}{\text{penjualan}} \dots\dots\dots(11)$$

Ratio Operating profit menggambarkan apa yang biasanya disebut *pure profit* yang diterima atas setiap rupiah dari penjualan yang dilakukan.

Operating profit disebut murni (*pure*) dalam pengertian bahwa jumlah tersebutlah yang benar-benar diperoleh dari hasil operasi perusahaan dengan mengabaikan kewajiban-kewajiban financial berupa bunga serta kewajiban terhadap pemerintah berupa pembayaran pajak. Semakin tinggi ratio ini akan semakin baik pula operasi perusahaan (Syamsuddin, 2007: 61).

$$OPM = \frac{\text{Laba Operasional}}{\text{Penjualan}} \dots\dots\dots(12)$$

2.2.3. Hubungan *SEO* dengan Kinerja Keuangan, Kinerja Saham dan Kinerja Operasi

Jogiyanto (2000: 15) menyatakan bahwa *SEO* merupakan suatu cara bagi perusahaan untuk meningkatkan kinerja yang dimilikinya. Melalui *SEO*, perusahaan akan memperoleh tambahan dana yang dapat dipergunakan untuk membiayai, mengembangkan usaha serta memperkuat struktur permodalan.

Berkaitan dengan kinerja keuangan, dana yang diperoleh dari *SEO* akan meningkatkan likuiditas, *leverage*, aktifitas dan profitabilitas perusahaan. *SEO* dikatakan meningkatkan likuiditas perusahaan karena ada bagian dari dana yang diperoleh dari *SEO* digunakan untuk membantu membayar hutang perusahaan yang jatuh tempo (Anoraga dan Pakarti, 2003) Nilai likuiditas akan meningkat karena jumlah aktiva lancar berupa sekuritas *SEO* yang digunakan untuk membiayai hutang juga semakin meningkat. Hal ini yang nantinya akan mempermudah perusahaan untuk membayar hutang dan meningkatkan laba.

Leverage menjadi indikasi efisiensi kegiatan bisnis perusahaan serta pembagian resiko usaha antara perusahaan dengan para pemberi pinjaman atau kreditur. *SEO* menyebabkan bertambahnya bagian modal perusahaan yang dijadikan jaminan untuk menyelesaikan keseluruhan hutang perusahaan kepada para kreditur. Hal ini berarti dengan adanya *SEO* maka resiko yang dihadapi perusahaan semakin kecil (Brigham dan Houston, 2001:84).

Dari rasio aktifitas, modal yang diperoleh dari *SEO* dapat dipergunakan oleh perusahaan untuk membeli aktiva yang nantinya akan perusahaan tidak akan kehilangan kesempatan untuk menghasilkan volume penjualan yang lebih tinggi dan pada akhirnya dapat meningkatkan pendapatan perusahaan. Dana *SEO* akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan jika investasi dalam total aktiva mampu menghasilkan volume penjualan yang optimal (Brigham dan Houston, 2001:81).

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba menunjukkan pengaruh gabungan dari tingkat likuiditas, *leverage*, dan aktifitas perusahaan. *SEO* memiliki kelebihan dibandingkan dengan dana pinjaman yaitu tidak perlu membayar bunga pinjaman yang relative tinggi (Sartono, 2001). Apabila biaya operasional yang lain diasumsikan wajar, maka dengan biaya bunga pinjaman yang kecil diharapkan profitabilitas perusahaan akan meningkat.

Alasan mengapa perusahaan melakukan *seasoned equity offerings* adalah untuk membiayai proyek yang diekspektasikan manajemen akan memiliki *future cash flow* yang positif. Apabila perusahaan memutuskan

untuk membiayai suatu proyek dari ekuitas maka perusahaan telah yakin atas ekspektasi *future cash flow*. Menurut *stock price valuation model*, setiap proyek yang memiliki *net present value (NPV)* positif akan menyebabkan harga saham yang beredar meningkat pada masa yang akan datang, demikian pula halnya dengan *return* saham. Hal ini terkait dengan kesempatan berinvestasi bagi perusahaan dan ekspektasi atas hasil investasi tersebut yang akan tercermin dalam laba perusahaan dan *return* saham (Denis, 1994). Penerbitan saham tambahan menjadi alat bagi manajemen untuk memberikan sinyal positif kepada pasar tentang perubahan ekspektasi manajemen atas kinerja perusahaan di masa mendatang dengan adanya *investment opportunities*.

2.2.4. Fenomena-fenomena diseputar *Seasoned Equity Offerings (SEO)*

Dalam peristiwa SEO terjadi asimetri informasi antara manajer dan investor. Asimetri terjadi karena manajer dianggap lebih menguasai informasi mengenai kondisi perusahaan jika dibandingkan investor. Kondisi ini memberikan kemungkinan bagi manajemen untuk memunculkan sikap oportunistik, dalam wujud memanipulasi data yang dilaporkan sebelum dan saat penawaran dengan menggunakan *discretionary accruals* (Teoh et al., 1998). Sikap ini dikenal dengan istilah manajemen laba (*earnings management*).

Pada sejumlah penelitian tentang SEO (Jensen, 1986; Loughran and Ritter, 1997; Teoh et al. 1998; Harto, 2001 dan Candy, 2002), ada temuan yang menunjukkan penurunan kinerja perusahaan setelah SEO.

Sejumlah dugaan muncul berkaitan dengan penurunan kinerja ini. Perusahaan sebenarnya tidak mengalami penurunan kinerja, tetapi kinerja kelihatan menurun karena pada periode sebelum SEO perusahaan telah melakukan pembiasan data sehingga seolah-oleh kinerja perusahaan kelihatan baik. Dugaan ini sangat beralasan karena perusahaan yang melakukan SEO pada intinya memerlukan tambahan dana untuk kegiatan usahanya. Tambahan dana ini mungkin dikarena perusahaan mengalami kesulitan keuangan untuk menutup kewajiban yang jatuh tempo.

Namun dugaan adanya motivasi negatif di balik aktivitas earnings management disanggah oleh Shivakumar (2000). Penelitian Shivakumar (2000) memperkaya khasanah diskusi dengan menunjukkan bahwa earnings management dilakukan bukan didasari motivasi pembiasan informasi tetapi merupakan reaksi rasional perusahaan untuk mengantisipasi perilaku pasar. Sebagai pihak yang menawarkan saham, perusahaan tentunya tidak akan mau menanggung resiko apabila sahamnya tidak laku. Dalam kondisi seperti ini sangat rasional apabila perusahaan menyajikan kondisi yang “menjanjikan” pada saat penawaran saham tambahannya.

Dugaan-dugaan yang mewarnai setiap penelitian SEO menunjukkan betapa sampai dengan saat ini SEO merupakan fenomena yang masih layak untuk dicermati. Banyak metode yang digunakan untuk menjelaskan fenomena yang terjadi di seputar peristiwa SEO. Salah satu metode yang biasa digunakan adalah pemanfaatan informasi akuntansi. Kondisi keuangan perusahaan yang memicu aktivitas SEO dapat diinterpretasikan dari informasi

akuntansi yang tersedia beberapa periode sebelumnya. Dari uraian ini jelas sekali bahwa ternyata informasi akuntansi banyak berperan dalam menjelaskan fenomena yang terjadi di pasar modal.

2.2.5. Event Study

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap studi peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengan kuat (Jogiyanto, 2000:410). *Event study* adalah penelitian yang mengamati dampak pengumuman informasi terhadap harga sekuritas (Tandelilin, 2001:126).

Pada umumnya peristiwa yang dijadikan objek penelitian adalah peristiwa yang terkait langsung dengan aktifitas bisnis, misalnya pengumuman laba, pengumuman deviden, pengumuman merger dan akuisisi, *stock split*, pengumuman IPO.

2.3 Kajian Teori dalam Perspektif Islam

2.3.1 Hukum Transaksi Saham

Secara praktis, instrument saham belum didapati pada masa Rasulullah dan para sahabat. Pada masa Rasulullah dan para sahabat yang dikenal hanyalah perdagangan komoditas riil seperti layaknya yang terjadi pada pasar biasa. Pengakuan kepemilikan sebuah perusahaan (*Syirkah*) pada

masa itu belum direpresentasikan dalam bentuk saham seperti layaknya sekarang. Dengan demikian, pada masa Rasulullah dan para sahabat, bukti kepemilikan dan atau jual beli atas sebuah asset hanya melalui mekanisme jual beli biasa dan belum melalui *Initial Public Offerings* dengan saham sebagai instrumennya (Huda dan Nasution, 2007:63).

Para ulama kontemporer diantaranya Abu Zahrah, Abdurrahman Hasan, dan Khalaf sebagaimana dituangkan oleh Qordawi dalam kitabnya Fiqhu Zakah halaman 527 para fuqaha yang membolehkan jual beli saham mengatakan bahwa saham sesuai dengan terminology yang melekat padanya, maka saham yang dimiliki oleh seseorang menunjukkan sebuah bukti kepemilikan atas perusahaan tertentu yang berbentuk asset, sehingga saham merupakan cerminan kepemilikan atas asset tertentu. Logika tersebut dijadikan dasar pemikiran bahwa saham dapat diperjualbelikan sebagaimana layaknya barang (Huda dan Nasution, 2007:65).

Islam sebagai aturan hidup (*nidham al hayat*) yang mengatur sisi kehidupan umat manusia, menawarkan berbagai cara dan kiat untuk menjalani kehidupan yang sesuai dengan norma dan aturan Allah SWT. Dalam investasi pun Allah SWT dan Rasul-Nya memberikan petunjuk (*dalil*) dan rambu-rambu pokok yang seyogianya diikuti oleh setiap muslim yang beriman. Diantara rambu-rambu tersebut adalah (Huda dan Nasution, 2007:24):

1. Terbebas dari unsur riba

Dalam terminologi syariah para ulama banyak memberikan definisi tentang riba, salah satunya adalah “*riba merupakan kelebihan yang tidak ada padanan pengganti (iwadh) yang tidak dibenarkan syariah yang disyaratkan oleh salah satu dari dua orang yang berakad.*” (Huda dan Nasution, 2007:24)

Juga sebagaimana Firman Allah dalam surat al-Baqarah ayat 275 yaitu:

..... وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا.....

Artinya:”*Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba.*”

2. Terhindar dari unsur gharar

عَبْدُ عَزِيدٍ عَنْ عَبْدِ ثَيْمَلَةَ بْنِ لَطَائِمٍ حَدَّثَنَا يَحْيَى بْنُ زَيْدٍ عَنْ أَبِي زَيْنَادٍ عَنِ الْأَعْرَجِ عَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ قَالَ
اللَّهُ عَزَّ وَجَلَّ نَهَى رَسُولَهُ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أَنْ يَبْتَاعَ الْغَرَرِ

Shahîh Muslim, juz. 8, hlm. 37

“Yahya bin Sa’îd, dari Ubaidillah, dari Abu Zinâd, dari A’raj, dari Abu Hurairah. Dia berkata, “*Rasulullah melarang jual beli menggunakan kerikil dan melarang jual beli gharar*”[H.R. Muslim]”

Hadits ini juga merupakan salah satu hadits yang menjelaskan tentang dasar-dasar dalam transaksi syariah. Salah satunya adalah larangan melakukan transaksi yang di dalamnya terkandung unsur gharar. Yang dimaksud dengan gharar di sini adalah penipuan. Tidak dibenarkan

melakukan jual beli atau segala bentuk transaksi yang mengandung unsur penipuan.

Dari hadits ini para ulama mencetuskan banyak hukum. Salah satunya adalah tidak sahnya sebuah transaksi yang bendanya masih belum jelas, sebab bila barang yang ditransaksikan masih belum jelas, masih memiliki kemungkinan yang sangat besar untuk terjadi penipuan.

3. Terhindar dari unsur judi (*maysir*)

Allah SWT, dan Rasulullah SAW telah melarang segala jenis perjudian, hal tersebut tertuang dalam al-Qur'an surah al-Maidah ayat 90-91:

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَمُ رِجْسٌ
مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾ إِنَّمَا يُرِيدُ
الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ
وَيَصُدَّكُمْ عَن ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ ۗ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنْتَهُونَ ﴿٩١﴾

Artinya: 90. Hai orang-orang yang beriman, Sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah Termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan.

91. Sesungguhnya syaitan itu bermaksud hendak menimbulkan permusuhan dan kebencian di antara kamu lantaran (meminum) khamar dan berjudi itu, dan menghalangi kamu dari mengingat Allah dan sembahyang; Maka berhentilah kamu (dari mengerjakan pekerjaan itu).

4. Terhindar dari unsur haram

Investasi yang dilakukan oleh seorang investor muslim diharuskan terhindar dari unsur haram. Dalam kaidah *ushul fiqh* haram didefinisikan

sebagai “sesuatu yang disediakan hukuman bagi yang melakukan dan disediakan pahala bagi yang meninggalkan karena diniatkan untuk menjalankan syariat-Nya.” (Huda dan Nasution, 2007:28)

Haram dikategorikan menjadi dua yaitu haram secara zatnya seperti darah, bangkai, perjudian, dan *khamar*. Kedua haram karena proses yang ditempuh, misalnya dengan cara mencuri, merampok, menipu dan lainnya (Huda dan Nasution, 2007:29).

5. Terhindar dari unsur *syubhat*

Kata *syubhat* berasal berarti mirip, serupa, semisal, dan bercampur. Dalam sebuah hadis Riwayat imam Bukhari dan Muslim dinyatakan sebagai berikut (Huda dan Nasution, 2007:29):

“yang halal itu telah jelas, dan yang haram juga telah jelas, di antara keduanya ada hal-hal yang *syubhat* (tidak jelas) yang tidak diketahui oleh kebanyakan manusia. Barang siapa menjaga/menghindari *syubhat*, maka telah benar-benar selamat agama dan kehormatannya.”

Dan menurut Abdul Mannan (2009:92) macam-macam transaksi yang dilarang dalam investasi di pasar modal diantaranya adalah: Pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *maysir*, *risywah*, *riba*, *maksiat* dan *kezaliman*.

أَلْعَبَّاسُ بْنُ الْوَلِيدِ الدَّمَشَقِيُّ حَدَّثَنَا مُحَمَّدُ بْنُ عَبْدِ الْعَزِيزِ بْنِ مُحَمَّدٍ
حَدَّثَنَا أَبُو عَبْدِ اللَّهِ النَّخْدَرِيُّ يَقُولُ قَالَ رَسُولُ اللَّهِ
صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ إِنَّ الْبَيْعَ عَنْ تَرَاضٍ

Sunan Ibnu Majah, juz. 6, hlm. 419

Dari Abbas bin Wafid, dari Marwan bin Muhammad, dari Abdul Aziz bin Muhammad, dari Dâud bin Shâlih al-Madiniy, dari ayahnya, dari Abu Sâid al-Khudry, Rasulullah bersabda, “*Hanya sanya jual beli didasarkan atas saling rela!*”[H.R. Ibnu Mâjah]

Hadits di atas merupakan landasan yang paling utama dalam transaksi syari’ah. (*Sebenarnya bukan hanya hadits di atas yang dijadikan landasan, tapi banyak hadits-hadits lain yang senada dengan dua hadits di atas*). Transaksi baru diakui keabsahannya bila ada kerelaan dari kedua belah pihak, yakni penjual dan pembeli. Dari hadits ini kemudian para ulama klasik, (seluruh ulama madzhab klasik), menjadikan ijab qabul sebagai salah satu bagian penting dari segala bentuk transaksi. Tanpa ada ijab qabul, maka transaksi dianggap tidak sah.

Sudut pandang yang mereka gunakan adalah bahwasanya kerelaan adalah hal yang samar, tidak bisa diindera dengan panca indera. Sementara ketentuan hukum, khususnya fiqh, tidak bisa berpijak pada hal-hal yang samar. Untuk itu kemudian dibuatlah suatu metode untuk menunjukkan adanya kerelaan, salah satunya adalah ijab qabul. Sehingga keabsahan suatu transaksi dikaitkan pada ijab dan qabul tersebut. Bila pada suatu transaksi tidak ada ijab qabul, maka dihukumi sebagai transaksi yang tidak sah, entah itu jual beli, sewa, bahkan nikah.

Tetapi, ulama khalaf (periode setelah salaf/klasik) dan ulama modern tidak mensyaratkan adanya ijab qabul dalam transaksi syar’iy (selain nikah tentunya). Menurut mereka untuk menunjukkan adanya kerelaan tidak harus

dengan adanya ijab qabul. Hal apa saja yang dapat menunjukkan pada adanya kerelaan, maka hal tersebut dapat dijadikan sebagai pijakan.

Dari dasar ini pula ulama menetapkan bahwa segala transaksi, baik itu jual beli, sewa, bahkan pernikahan, dianggap tidak sah bila ada unsur paksaan. Sebab dengan adanya paksaan, berarti pihak penjual/pembeli atau pengantin pria/wanita tidak mempunyai kerelaan terhadap transaksi (akad) yang sedang dilakukan.

Perdagangan yang terjadi di pasar modal yang dilakukan oleh penjual (emiten) dan pembeli (investor) yang disertai dengan kontrak atau perjanjian berdasarkan kesepakatan kedua belah pihak. Seperti halnya prinsip jual beli yang telah disyari'atkan Islam yaitu jual beli atas dasar suka sama suka (*al-bai' al-taradhi*).

Konsep atau akad yang sesuai dengan SEO adalah *syirkah* atau *musyarakah* yaitu akad kerja sama antara dua belah pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu di mana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana (atau amal, *expertise*) dengan kesepakatan bahwa keuntungan dan risiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan (Syafi'i Antonio, 2001:90).

..... فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثُّلُثِ^ج

Artinya: “.....Maka mereka bersekutu dalam yang sepertiga itu.....” (QS. An-Nisaa’: 12)

وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا

وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ

Artinya: “dan Sesungguhnya kebanyakan dari orang-orang yang berserikat itu sebahagian mereka berbuat zalim kepada sebahagian yang lain, kecuali orang-orang yang beriman dan mengerjakan amal yang saleh”(QS.Shaad: 24)

Kedua ayat diatas menunjukkan adanya perkenan dan pengakuan Allah SWT akan adanya perserikatan dalam kepemilikan harta.

Musyarakah terdiri dari dua jenis yaitu *musyarakah pemilikan* dan *musyarakah akad*. *Musyarakah pemilikan* tercipta karena warisan, wasiat, atau kondisi lainnya yang mengakibatkan pemilikan satu asset oleh dua orang atau lebih. Sedangkan *musyarakah akad* terbagi lagi menjadi lima yaitu (Syafi'i Antonio, 2001:92-95):

a. Syirkah al-‘Inan

Syirkah al-‘inan adalah kontrak antara dua orang atau lebih. Setiap pihak memberikan suatu porsi dari keseluruhan dana dan berpartisipasi dalam kerja. Kedua pihak berbagi dalam keuntungan dan kerugian sebagaimana yang disepakati di antara mereka. Akan tetapi, porsi masing-masing pihak, baik dalam dana maupun kerja atau bagi hasil tidak harus sama dan identik sesuai dengan kesepakatan mereka.

b. Syirkah Mufawadhah

Syirkah muwafadhah adalah kontrak kerja sama antara dua orang atau lebih. Setiap pihak memberikan suatu porsi dari keseluruhan dana dan

berpartisipasi dalam kerja. Setiap pihak membekali keuntungan dan kerugian secara sama. Dengan demikian, syarat utama dari *musyarakah* ini adalah kesamaan dana, yang diberikan, kerja, tanggung jawab, dan beban utang di bagi oleh masing-masing pihak,

c. Syirkah A'maal

Al-musyarakah ini adalah kontrak kerja sama dua orang seprofesi untuk menerima pekerjaan secara bersama dan berbagi keuntungan dari pekerjaan itu.

d. Syirkah Wujud

Syirkah wujud adalah kontrak antara dua orang atau lebih yang memiliki reputasi dan prestise baik serta ahli dalam bisnis. Mereka membeli barang secara kredit dari suatu perusahaan dan menjual barang tersebut secara tunai.

e. Syirkah al-Mudharabah

Syirkah mudharabah adalah akad kerja sama usaha antara dua pihak di mana pihak pertama (*shahibul maal*) menyediakan seluruh (100%) modal, sedangkan pihak lainnya menjadi pengelola. Keuntungan usaha secara *mudharabah* dibagi menurut kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak, sedangkan apabila rugi ditanggung oleh pemilik modal selama kerugian itu bukan akibat kelalaian si pengelola.

Berdasarkan pengertian di atas, maka SEO termasuk dalam akad *syirkah al-'inan* karena SEO adalah penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan untuk memperoleh tambahan dana segar yang

nantinya dapat digunakan untuk membiayai hutang yang telah jatuh tempo, mengembangkan usaha dan memperbaiki struktur modalnya. Kedua belah pihak yang bekerja sama adalah antara emiten dan investor, mereka berbagi keuntungan dan kerugian sesuai dengan porsi saham yang dimiliki. Semakin banyak saham yang dimiliki oleh investor, maka akan semakin besar keuntungan yang akan diperoleh (*return*) namun juga akan semakin besar kerugian (*risk*) yang akan di derita oleh investor.

Sebagaimana Hadis Nabi riwayat Abu Dawud dari Abu Hurairah:

مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدَنَا هَذَا بَيْتٌ صَلَّاهُ بِهٖ، فَإِذَا خَانَ أَحَدَهُمْ مَا صَاحِبِهِ خَرَجَتْ مِنْ بَيْنِهِمْ مَا (رواه أبو داود عن أبي هريرة)

“Aku (Allah) adalah yang ketiga dari dua pihak yang berserikat selama salah satu pihak tidak mengkhianati pihak yang lain. Apabila salah satu pihak telah berkhianat, Aku keluar dari mereka.”

Dari hadis tersebut menunjukkan kecintaan Allah kepada hamba-hamba-Nya yang melakukan perserikatan selama saling menjunjung tinggi amanat kebersamaan dan menjauhi perkhianatan.

2.3.2 Etika dalam Bisnis

Dalam perniagaan (*tijarah*), seperti perdagangan saham untuk memperoleh keuntungan, dalam Islam tidak diperbolehkan untuk menipu walaupun sekedar membawa sesuatu pada kondisi yang menimbulkan keraguan. Kondisi ini dapat terjadi seperti adanya gangguan pada mekanisme pasar atau karena adanya informasi penting mengenai transaksi yang tidak

diketahui oleh salah satu pihak (*asymmetric information*) (Badroen, dkk. 2007: 91-93).

Dalam karakteristik pasar modern saat ini, pada hakikatnya kejujuran menjadi nilai yang vital dibutuhkan oleh pasar dalam menciptakan sebuah mekanisme pasar yang sehat dan membangun. Karena baik menjaga agar informasi pasar tetap selalu transparan maupun informasi tersebut benar adanya, diperlukan satu nilai kejujuran. Dalam firman Allah surat al Hujurat ayat 6 sebagaimana berikut:

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا اِنْ جَاءَكُمْ فَاَسِقٌۭ بِنَبَاٍ فَتَبَيَّنُوْا اَنْ تُصِيبُوْا قَوْمًا
بِجَهْلَةٍ فَتُصِحُّوْا عَلٰٓى مَا فَعَلْتُمْ نٰدِمِيْنَ ﴿٦﴾

Artinya: Hai orang-orang yang beriman, jika datang kepadamu orang Fasik membawa suatu berita, Maka periksalah dengan teliti agar kamu tidak menimpakan suatu musibah kepada suatu kaum tanpa mengetahui keadaannya yang menyebabkan kamu menyesal atas perbuatanmu itu.

Turunnya ayat ini untuk mengajarkan kepada kaum muslimin agar berhati-hati dalam menerima berita dan informasi. Sebab informasi sangat menentukan mekanisme pengambilan keputusan, dan bahkan entitas keputusan itu sendiri. Keputusan yang salah akan menyebabkan semua pihak merasa menyesal. Pihak pembuat keputusan merasa menyesal karena keputusannya itu menyebabkan dirinya mendhalimi orang lain. Pihak yang menjadi korban pun tak kalah sengsaranya mendapatkan perlakuan yang dhalim. Maka jika ada informasi yang berasal dari seseorang yang integritas

kepribadiannya diragukan harus diperiksa terlebih dahulu.

(<http://bud1prasety0.wordpress.com/2010/06/09>)

Sebagaimana perdagangan saham dalam pasar modal, sebaiknya investor sebagai penggunaan informasi lebih hati-hati dalam menerima informasi di pasar modal, sehingga investor dapat mengambil keputusan investasi tepat sesuai dengan analisis informasi yang diterima.

Dalam Islam telah dijelaskan dalam al-Qur'an bahwa dalam melakukan pencatatan harus benar dan jujur. Tidak boleh ada manipulasi data dengan tujuan tidak ada pihak yang dirugikan, semua harus transparan. Sebagaimana firman Allah dalam surat Al-Baqarah ayat 282 :

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى
فَاكْتُبُوهُ ۚ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ ۚ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ
يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ ۚ فَلْيَكْتُبْ وَلْيَمْلِكِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ
وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ ۚ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا ۚ فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ
سَفِيهًا أَوْ ضَعِيفًا أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يُمِلَّ هُوَ فَلْيَمْلِكْ وَلِيَّهُ بِالْعَدْلِ ۚ
وَأَسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رِجَالِكُمْ ۖ فَإِنْ لَمْ يَكُونَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ
وَأَمْرَأَتَانِ مِمَّن تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكَّرَ
إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَىٰ ۚ وَلَا يَأْبَ الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا ۚ وَلَا تَسْأَمُوا أَنْ

تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ أَجَلِهِ ۚ ذَٰلِكُمْ أَقْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمُ
لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا ۗ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا
بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا ۗ وَأَشْهَدُوا ۗ وَإِذَا تَبَايَعْتُمْ ۚ
وَلَا يُضَارَّ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ ۚ وَإِنْ تَفَعَّلُوا فَإِنَّهُ فَسُوقٌ بِكُمْ ۗ وَاتَّقُوا
اللَّهَ ۗ وَيَعْلَمُكُمْ اللَّهُ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ ﴿٢٨٢﴾

Artinya:

“Wahai orang-orang yang beriman! Apabila kamu melakukan utang piutang untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. Janganlah penulis menolak untuk menuliskannya sebagaimana Allah telah Mengajarkan kepadanya, maka hendaklah dia menuliskan. Dan hendaklah orang yang berutang itu mendiktekan, dan hendaklah dia bertakwa kepada Allah, Tuhan-nya, dan janganlah dia mengurangi sedikit pun daripadanya. Jika yang berutang itu orang yang kurang akalnya atau lemah (keadaannya), atau tidak mampu mendiktekan sendiri, maka hendaklah walinya mendiktekannya dengan benar. Dan persaksikanlah dengan dua orang saksi laki-laki di antara kamu. Jika tidak ada (saksi) dua orang laki-laki, maka (boleh) seorang laki-laki dan dua orang perempuan di antara orang-orang yang kamu sukai dari para saksi (yang ada), agar jika yang seorang lupa maka yang seorang lagi mengingatkannya. Dan janganlah saksi-saksi itu menolak apabila dipanggil. Dan janganlah kamu bosan menuliskannya, untuk batas waktunya baik (utang itu) kecil maupun besar. Yang demikian itu, lebih adil di sisi Allah, lebih dapat menguatkan kesaksian, dan lebih mendekatkan kamu kepada ketidakraguan, kecuali jika hal itu merupakan perdagangan tunai yang kamu jalankan di antara kamu, maka tidak ada dosa bagi kamu jika kamu tidak menuliskannya. Dan ambillah saksi apabila kamu berjual beli, dan janganlah penulis dipersulit dan begitu juga saksi. Jika kamu lakukan (yang demikian), maka sungguh, hal itu suatu kefasikan pada kamu. Dan bertakwalah kepada Allah, Allah Memberikan pengajaran kepadamu, dan Allah Maha Mengetahui segala sesuatu”.

Terjemahan ayat tersebut di atas secara tegas Allah mengajarkan kepada manusia, bahwa apabila manusia melakukan kegiatan bermuamalah

tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, maka harus melakukan pencatatan. Kegiatan bermuamalah dalam rangka bisnis, memiliki makna “berutang piutang.” Utang piutang pada intinya adalah berhubungan Langsung dengan transaksi dagang. Di samping itu, juga memiliki makna pinjaman kepada pihak lain apakah itu kepada perorangan maupun lembaga. Dalam konteks inilah Al-Qu’ran mengajarkan agar atas seluruh transaksi pinjam meminjam atau jual beli dilakukan penulisan atau pencatatan. Dalam Al-Qur’an surat Al-Baqarah 282 kita melihat bahwa tekanan Islam dalam kewajiban melakukan pencatatan adalah (Harahap, 2004: 142):

- 1) Menjadi bukti dilakukannya transaksi (muamalah) yang menjadi dasar nantinya dalam menyelesaikan persoalan selanjutnya.
- 2) Menjaga agar tidak terjadi manipulasi, atau penipuan baik dalam transaksi maupun hasil dari transaksi itu (laba).

Selain itu, Islam juga telah memerintahkan untuk transparansi dalam bermuamalah dan mengharamkan menyembunyikan data bagi penjual dan pembeli serta semua pihak yang bermuamalah dalam bursa efek atau yang tidak bermuamalah namun mereka mempunyai keterangan atau informasi.

Rasulullah:

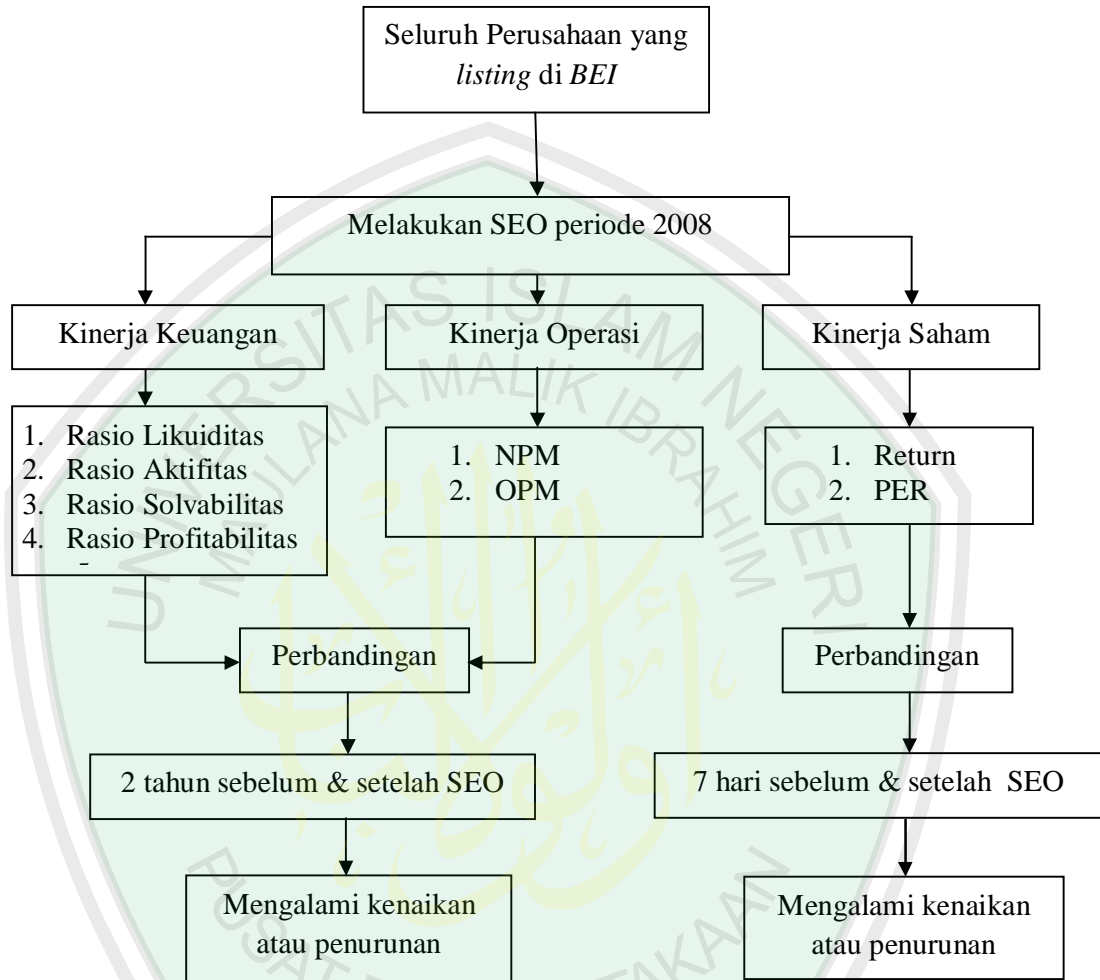
“Tidak halal bagi seseorang muslim menjual dari saudaranya suatu jual beli dan didalamnya ada aib, cacat kecuali ia menjelaskannya”. (HR. Bukhari)

2.4 Kerangka Berfikir

Untuk memberikan landasan teoritis yang memadai bagi penelitian, diperlukan suatu kerangka pemikiran yang bersumber dari penalaran atas sejumlah teori dan temuan penelitian terdahulu yang ada. Kerangka pemikiran yang bersifat konseptual tersebut perlu dioperasionalkan agar terukur dan mudah diinterpretasikan. Oleh karena itu, kerangka konseptual yang digunakan dalam penelitian ini dapat digambarkan dengan model sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Berfikir



Dalam penelitian ini menggunakan seluruh sektor perusahaan yang listing di BEI dan melakukan SEO pada tahun 2008. Dengan membandingkan kinerja perusahaan yang terdiri dari kinerja keuangan, kinerja saham, dan kinerja operasional. Untuk kinerja keuangan dan kinerja operasi membandingkan 2 tahun sebelum SEO dan 2 tahun setelah SEO dengan menggunakan rasio keuangan yang meliputi rasio likuiditas, rasio aktifitas,

rasio solvabilitas, rasio profitabilitas. sedangkan untuk kinerja saham membandingkan 7 hari sebelum dan 7 hari setelah tanggal pelaksanaan SEO yang diukur dengan Return saham dan PER karena merupakan *event study*. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat apakah ada perbedaan rata-rata kinerja keuangan, saham dan operasional sebelum dan setelah perusahaan melakukan SEO.

2.5 . Hipotesis

Berdasarkan beberapa acuan yang telah diuraikan maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut ;

Ha1 : Rata-rata kinerja keuangan perusahaan mengalami peningkatan secara signifikan sesudah melakukan *SEO*.

Ha2 : Rata-rata kinerja saham perusahaan mengalami peningkatan secara signifikan sesudah melakukan *SEO*.

Ha3 : Rata-rata kinerja operasi perusahaan mengalami peningkatan secara signifikan sesudah melakukan *SEO*.

Ha4 : Diduga variabel yang merupakan diskriminator dominan adalah kinerja keuangan.

Ha5 : Diduga *SEO* berhubungan erat dengan kinerja keuangan, kinerja saham dan kinerja operasi.