

**ANALISIS *SEASONED EQUITY OFFERINGS* (SEO) TERHADAP  
PENURUNAN KINERJA PASCA PENAWARAN  
(Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEJ Periode 2000-2002)**

*Barkah Susanto dan Vian Handrisaktiyani*

**Abstract**

*Performance declining after seasoned equity offerings can be explained by agency theory and windows of opportunity concepts. Those concept show the management opportunistic behavior because of asymmetric information happened beetwen manager and investor before the offering. However, that condition can not be defended and make the performance declining in the long term both in financial and stock performances. this reased will prove the declining of performance because of management opportunistic behavior. This research uses the datas of firms which do the seasoned equity offerings on Jakarta Stock Exchange, in 2000-2002 perids. Using the normalitas datas, descriptive statistic and paired sampel t-test as the proxy of management opportunistic behavior is measured to prove that prejudise.*

**Key word :** *Seasoned equity offerings, financial performance, stock performance.*

**Pendahuluan**

*Seasoned equity offerings* (SEO) merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan yang terdaftar dipasar modal, diluar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui *initial public offerings* (IPO) (Megginson, 1997). Penawaran ini dilakukan karena perusahaan tersebut membutuhkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan usaha atau untuk membayar hutangnya yang telah jatuh tempo. Perolehan dana melalui penawaran saham dianggap sebagai suatu alternatif yang menguntungkan dibandingkan melalui pinjaman bank, karena perusahaan akan memperoleh tambahan dana tanpa harus terbebani oleh suku bunga bank.

Penjualan *seasoned securities* dapat dilakukan dengan dua cara, pertama melalui mekanisme *right issue*, yaitu menjual hak (*right*) kepada para pemegang saham lama untuk membeli ekuitas tambahan tersebut dengan harga tertentu dan pada saat tertentu. Mekanisme ini biasa dilakukan oleh perusahaan yang terkonsentrasi, dengan tujuan untuk melindungi kepentingan saham lama agar dapat mempertahankan porsi kepemilkannya sama seperti sebelum penawaran (Eckbo & Masulis, 1992: Jones, 2000). Kedua, melalui mekanisme *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya, yaitu menjual *equitas* tambahan tersebut tidak hanya kepada pemilik saham lama saja, tetapi juga kepada para investor di pasar yang ingin membelinya (Megginson, 1997).

Investor mempunyai informasi yang cukup mengenai perusahaan yang melakukan SEO, namun asimetri informasi tetap terjadi dalam penawaran ini (Guo dan Mach, 2000). Kondisi seperti 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 ini akan mengakibatkan penurunan kinerja setelah penawaran (McLaughlin, 1996; Laughran dan Ritter, 1997; Teoh et al., 1998; Rangan, 1997).

McLaughlin (1996) dalam penelitiannya menggunakan berbagai ukuran rasio *cash flow* untuk mengetahui apakah kinerja jangka panjang setelah SEO mengalami penurunan kinerja. Hasilnya mengindikasikan bahwa kinerja *cash flow* mengalami penurunan sekitar 20% selama tiga tahun setelah penawaran. Sementara Alderson dan Betker (1997) mengevaluasi kinerja operasi dan harga saham jangka panjang perusahaan yang melakukan SEO dengan menggunakan rasio *market-to-book asset* sebagai proksi nilai pertumbuhan *oportunistik* (*value of growth oportunisties*) dan menemukan bahwa kinerja operasi pasca penawaran dalam jangka panjang adalah jelek.

Di Indonesia penelitian mengenai penurunan kinerja yang terjadi setelah *Seasoned Equity Offerings* (SEO) dilakukan oleh Harto (2001) dan Candy (2002). Harto menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *Right Issue* mengalami penurunan kinerja operasi, keuangan dan saham selama tiga tahun setelah penawaran. Sedangkan Candy (2002) dalam penelitian mengenai SEO menyimpulkan bahwa perusahaan akan mengalami penurunan kinerja operasi, sedangkan kinerja keuangan justru mengalami kenaikan. Penelitian tersebut memberikan argumen bahwa kenaikan kinerja keuangan tersebut kemungkinan besar karena pertama, dana yang diperoleh dari SEO digunakan untuk membayar hutang yang telah jatuh tempo dan yang kedua, naiknya nilai hutang jangka panjang karena kemungkinan hutang yang dimiliki perusahaan merupakan hutang dalam kurs asing yang tidak dilindungi dengan *system hedging*, sehingga melemahnya rupiah berakibat meningkatnya nilai hutang.

Berbeda dengan penelitian Candy (2002) yang tidak menguji kinerja saham perusahaan yang melakukan SEO, maka penelitian ini memperluas sampel yang digunakan dan melakukan pengujian terhadap kinerja saham selama dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah SEO.

Sampel perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang melakukan *Seasoned Equity Offerings* mulai tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. pertimbangan pemilihan waktu ini karena pada tahun tersebut banyak Negara berkembang, seperti Indonesia sedang dilanda krisis ekonomi dan pada tahun 2000 banyak perusahaan yang mulai bangkit dari krisis ekonomi, selain itu juga banyak perusahaan yang membutuhkan tambahan dana untuk membiayai hutangnya yang telah jatuh tempo, oleh karena itu biasanya perusahaan yang sedang berkembang memilih pasar modal sebagai tempat pencarian dana yang tepat.

Penelitian ini juga membutuhkan data dua tahun sebelum yaitu tahun 1998-1999 dan dua tahun sesudah yaitu tahun 2003-2004 perusahaan melakukan *Seasoned Equity*

*Offering* yang mencakup laporan neraca, laporan rugi laba untuk melihat kinerja keuangan perusahaan dan harga saham penutupan bulanan untuk melihat kinerja saham perusahaan.

Penelitian ini sengaja menguji kinerja keuangan dalam bentuk rasio keuangan yang terdiri dari rasio *likuiditas* (CR), rasio *leverage* (DER), rasio *profitabilitas* (NPM dan ROA), dan perputaran *turnover* (TAT) karena dalam penelitian terdahulu rasio-rasio keuangan tersebut dianggap mampu memprediksi masa depan perusahaan dan juga dapat mengetahui lebih jauh mengenai kinerja keuangan perusahaan setelah perusahaan melakukan penawaran terhadap *equitas* tambahan, akankah dengan penawaran *equitas* tambahan tersebut kinerja keuangan perusahaan menjadi lebih baik ataukah lebih buruk. Penelitian ini juga menggunakan kinerja saham yang diukur melalui tingkat pengembalian (*return*), karena tujuan utama investor dalam melakukan investasi adalah untuk memaksimalkan *return*, *return* sendiri merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor untuk berinvestasi dan juga imbalan atas keberanian investor dalam menanggung resiko atas investasi yang dilakukan.

Penelitian mengenai *seasoned equity offerings* ini diharapkan dapat memberikan manfaat dan masukan bagi para investor yaitu dapat digunakan sebagai informasi mengenai hal-hal yang berpengaruh terhadap kinerja suatu perusahaan di pasar sekunder, sehingga dapat dipergunakan sebagai bahan pertimbangan bagi para investor dalam menanamkan modalnya di perusahaan yang terdaftar di perusahaan yang *go public*, selain itu penelitian ini juga bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan terhadap pasar modal di Indonesia yang diharapkan dapat memberikan masukan dalam meningkatkan perannya untuk memenuhi kebutuhan pihak pemakai informasi.

### **Perumusan Masalah**

Penurunan kinerja pasca penawaran sebenarnya merupakan hal yang logis yang terjadi mengingat sikap *oportunistik* manajemen karena kesuperiorannya dalam menguasai informasi dibandingkan pasar dengan melakukan manipulasi terhadap kinerja. Manipulasi ini dilakukan sebagai upaya untuk memberikan informasi kinerja yang lebih baik agar pasar merespon penawaran saham tambahannya, namun upaya manipulasi ini biasanya tidak dapat dilakukan dalam jangka panjang, sehingga perusahaan akan mengalami penurunan kinerja. Berdasarkan kondisi dan fakta tersebut, permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: apakah perusahaan yang melakukan SEO dalam jangka panjang akan mengalami penurunan kinerja setelah penawaran?

### **Tujuan Penelitian**

Penurunan kinerja yang mengikuti penawaran saham, baik melalui IPO maupun SEO, sebenarnya merupakan hal yang logis, mengingat menjelang dan pada saat penawaran biasanya perusahaan melakukan manipulasi terhadap kinerja. Manipulasi ini dilakukan dengan tujuan agar pasar memberikan respon yang positif terhadap penawaran

tersebut. Manipulasi ini dilakukan dengan mengakui biaya sekarang (*current cost*) sebagai biaya masa depan (*future cost*) dan pendapatan masa depan sebagai pendapatan sekarang, namun manipulasi ini sangat sulit untuk terus dilakukan pada periode setelah penawaran dan mengakibatkan penurunan kinerja pasca penawaran. Dari usaha tersebut penelitian ini bertujuan untuk mencari bukti empiris apakah perusahaan yang melakukan SEO dalam jangka panjang akan mengalami penurunan kinerja pasca penawaran?

## Tinjauan Teori

### *Seasoned Equity Offerings (SEO)*

*Seasoned equity offerings (SEO)* merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan yang terdaftar di pasar modal, diluar saham yang terlebih dulu beredar di masyarakat melalui *initial public offerings (IPO)* (Megginson, 1997), dimana penawaran tersebut dilakukan oleh perusahaan untuk mendapatkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan usaha dan untuk membayar hutang perusahaan yang telah jatuh tempo.

Penjualan *seasoned securities* dapat dilakukan dengan dua cara, pertama melalui mekanisme *right issue*, yaitu menjual hak (*right*) kepada para pemegang saham lama untuk membeli ekuitas tambahan tersebut dengan harga tertentu dan pada saat tertentu. Mekanisme ini biasa dilakukan oleh perusahaan yang terkonsentrasi, dengan tujuan untuk melindungi kepentingan saham lama agar dapat mempertahankan porsi kepemilikannya sama seperti sebelum penawaran (Eckbo & Masulis, 1992; Jones, 2000). Kedua, melalui mekanisme *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya, yaitu menjual *equitas* tambahan tersebut tidak hanya kepada pemilik saham lama saja, tetapi juga kepada para investor di pasar yang ingin membelinya (Megginson, 1997). Salah satu sumber informasi yang pasti tersedia bagi calon investor untuk menilai prospek perusahaan yang melakukan penawaran saham adalah prospektus (Setiawati, 2002).

### Pasar Modal

Secara umum pasar modal merupakan suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk didalamnya adalah bank-bank komersial dan lembaga perantara dibidang keuangan, serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Pasar modal dalam arti sempit adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disiapkan guna mempertahankan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek.

### Laporan Keuangan

Laporan keuangan atau *financial statements* (biasanya dalam bentuk neraca dan perhitungan rugi-laba) berisi informasi tentang prestasi perusahaan di masa lampau dan dapat memberikan petunjuk untuk memberikan penetapan kebijakan di masa yang akan datang. Laporan keuangan merupakan kartu angka-angka untuk mencatat dan mengevaluasi kinerja suatu organisasi. Laporan-laporan itu juga sebagai dasar untuk

memberikan kompensasi kepada para partisipan atau pemegang andil. Bagi pemilik perusahaan bagian yang penting dari kompensasi mereka adalah peningkatan nilai perusahaan (Weston dan Copeland, 1996).

### **Analisis Rasio Keuangan**

Rasio adalah alat yang dinyatakan dalam *arithmetical* yang dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua macam data. Analisis laporan keuangan adalah satu cara pemrosesan dan penginterpretasian informasi akuntansi, yang dinyatakan dalam artian *relative* maupun *absolute* untuk menjelaskan hubungan tertentu antara angka yang satu dengan angka yang lain dari suatu laporan keuangan (Riyanto, 1997). Dengan analisis laporan keuangan ini dapat diketahui kekuatan dan kelemahan perusahaan. Rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Likuiditas*, yaitu kemampuan suatu perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajiban *finansialnya* yang segera harus dipenuhinya (yang bersifat jangka pendek) pada saat jatuh tempo.
2. *Leverage*, menunjukkan bagian modal non ekuitas yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. *Leverage* juga menunjukkan proporsi aktiva perusahaan yang didanai oleh pihak selain pemegang saham.
3. *Profitabilitas*, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Rasio ini mengindikasikan berapa banyak *net income* yang dihasilkan dari setiap rupiah pendapatan yang dihasilkan.
4. Perputaran (*turnover*), mengindikasikan efisiensi dalam penggunaan aktiva perusahaan.

### **Return Saham**

Ada 2 komponen utama dalam memperoleh *return*, yang pertama *return* yang diperoleh dari dividen yaitu komponen yang mencerminkan pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi dan biasanya dividen diterima setiap akhir tahun, yang kedua lebih merupakan perubahan harga dimana dengan perubahan harga tersebut akan memberikan keuntungan ataupun kerugian bagi investor, namun dalam penelitian ini hanya membicarakan mengenai perubahan harga saja dan bukan dari dividen karena dividen hanya diterima satu tahun sekali sedangkan perubahan harga terjadi setiap transaksi dilakukan.

### **Hubungan Rasio Keuangan Dengan Return Saham**

Informasi akuntansi dalam bentuk laporan keuangan banyak memberikan manfaat bagi pengguna apabila laporan tersebut dianalisis lebih lanjut sebelum dimanfaatkan sebagai alat bantu pembuatan keputusan. Laporan keuangan *fundamental* seperti neraca, rugi laba, laporan arus kas merupakan elemen-elemen penting yang dapat digunakan untuk menilai kinerja perusahaan dalam satu periode tertentu. Belum dapat dikatakan bermanfaat informasi akuntansi dalam bentuk laporan keuangan, bila informasi tersebut

tidak membantu pengguna dalam pembuatan keputusan bisnis. Untuk itu maka informasi perlu diproses lebih lanjut salah satunya dalam bentuk rasio.

Studi mengenai hubungan rasio keuangan yang dipelopori oleh O'Connor (1973) dalam Tuasikal, dengan menguji apakah rasio keuangan dengan menggunakan data keuangan yang dipublikasikan berguna bagi pembuatan keputusan eksternal. O'Connor mendefinisikan pembuat keputusan adalah pemegang saham biasa. Hasil pengujian menunjukkan bahwa analisis kekuatan hubungan dari variasi model *ratio-rate of return* memproyeksikan adanya keragaman akan manfaat rasio keuangan bagi investor pemegang saham biasa.

### Tinjauan Literatur Dan Hipotesis

Penurunan kinerja yang terjadi pasca penawaran saham ke *public* (IPO) maupun SEO seolah telah menjadi pola baku (Denis, 1994; Loughran dan Ritter, 1997; Nassiripour et al., 1998; Teoh et al., 1998a; Espenloub, 1999; Shivakumar, 2000). Bukti empiris menyimpulkan bahwa adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengeluaran ekuitas baru.

Pillote (1992) dengan penelitian yang berjudul *Growth Opportunities And The Stock Price Response To New Financing* melaporkan bahwa pengaruh kesempatan bertumbuh akan menjadi faktor yang menimbulkan reaksi pasar yang positif.

Cooney dan Kalay (1993) dengan menggunakan model yang didasarkan pada *pecking order hypothesis* melaporkan adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman SEO oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi. Respon pasar yang berbeda tersebut tentu dipengaruhi oleh alasan perusahaan dalam melakukan SEO, misalnya untuk memperkuat struktur modal, melakukan investasi yang membutuhkan dana besar, dan membiayai hutang yang telah jatuh tempo. Walau dengan alasan penawaran saham yang berbeda, SEO yang dilakukan perusahaan selalu akan diikuti dengan penurunan kinerja dalam jangka panjang.

Manipulasi terhadap kinerja menjelang SEO merupakan penjelasan yang logis mengapa perusahaan tidak mampu mempertahankan kinerjanya. Manajemen melakukan manipulasi dengan menggunakan *discretionary accrual*, yaitu kebijakan akuntansi yang memberikan keleluasaan pada manajemen untuk menentukan jumlah transaksi akrual secara fleksibel. Manipulasi ini merupakan refleksi sikap *oportunistik* manajemen untuk memperoleh keuntungan bagi dirinya sendiri, sehingga peningkatan laba (*income creasing*) menjelang penawaran, memuncak pada saat penawaran dan menurun setelah penawaran mengindikasikan sikap *oportunistik* manajemen untuk menaikkan harga saham yang ditawarkannya (Teoh et al., 1998a, McLaughlin et al., 1996, Alderson dan Betker, 1997, Dubois dan Jeanneret, 2000, Kim dan Shin, 2001).

Sejalan dengan penurunan kinerja operasi maka, penurunan kinerja saham juga akan terjadi sebagai akibat dilakukannya manipulasi pada saat penawaran tersebut (Ritter, 1991; Dechow 1996; Bowman dan Navissi, 1998). Kondisi tersebut terjadi karena harga saham berkorelasi dengan kinerja keuangan, sehingga penurunan kinerja keuangan akan membuat pasar melakukan koreksi harga saham yang *overvalue* tersebut.

## Metoda Penelitian

Metoda pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi atau kutipan langsung dari berbagai sumber. Data-data yang digunakan oleh penelitian ini adalah merupakan data sekunder yang berasal dari:

1. Data yang diambil langsung dari pojok BEJ Universitas Muhamadiyah Magelang.
2. *Indonesia Capital Market Directory*, untuk mengetahui seluruh perusahaan yang melakukan SEO tahun 2000-2002.
3. Harga saham penutupan bulanan pada perusahaan yang melakukan SEO tahun 2000-2002.

Penelitian ini menggunakan data dan sampel perusahaan yang *go public* di BEJ dengan mengambil sampel secara purposif (*purposive sampling*), yang merupakan tipe pemilihan sampel secara acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan beberapa kriteria tertentu. Kriteria yang diterapkan terhadap pengambilan sampel adalah:

1. Data diambil dari laporan keuangan dan harga saham penutupan bulanan pada perusahaan yang melakukan SEO (*right issue* dan *second offerings*) periode tahun 2000 - 2002 di BEJ. Pertimbangan pemilihan waktu tersebut adalah pada tahun tersebut banyak Negara yang sedang berkembang, seperti Indonesia sedang mengalami krisis ekonomi dan pada tahun 2000 banyak perusahaan yang mulai bangkit, selain itu juga banyak perusahaan yang membutuhkan tambahan dana untuk membiayai hutang yang telah jatuh tempo, oleh karena itu biasanya perusahaan yang sedang berkembang memijih pasar modal sebagai tempat pencari dana yang paling tepat.
2. Kecukupan data dalam penelitian ini menggunakan dua tahun sebelum yaitu tahun (1998-1999) dan dua tahun sesudah yaitu tahun (2003-2004) penawaran, sebagai contoh perusahaan Bumi Resources melakukan *Seasoned Equity Offerings* (SEO) pada tahun 2000, kemudian dibutuhkan data dua tahun sebelum *Seasoned Equity Offerings* (SEO) yaitu tahun 1998-1999 dan data dua tahun sesudah *Seasoned Equity Offerings* (SEO) yaitu tahun 2001-2002. Data dua tahun sebelum penawaran digunakan sebagai acuan untuk menentukan hasil penelitian yang berkaitan dengan kinerja perusahaan dan kegiatan SEO, sedangkan data dua tahun sesudah penawaran digunakan sebagai penentu hasil keputusan dan hasil penelitian dengan membandingkan kinerja perusahaan pada periode tahun sebelum melakukan SEO.
3. Perusahaan yang masuk sebagai sampel dipilih dari perusahaan non lembaga keuangan untuk mengantisipasi kemungkinan pengaruh regulasi tertentu yang dapat mempengaruhi variabel dalam penelitian ini.
4. Fluktuasi data yang digunakan stabil, dimana tidak terlalu tinggi dan tidak terlalu rendah, sehingga memungkinkan penyebab terjadinya penurunan kinerja hanya diakibatkan adanya pengaruh *seasoned equity offerings*.

Penelitian ini melakukan pengamatan mengenai pengaruh *seasoned equity offerings* (SEO) terhadap penurunan kinerja, dengan menguji kinerja keuangan dan

kinerja saham perusahaan. Dalam penelitian ini yang akan diambil adalah data yang berasal dari laporan keuangan dan harga saham penutupan bulanan pada perusahaan yang melakukan SEO pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2002.

Perioda amatan dilakukan selama dua tahun sebelum SEO yaitu tahun 1998-1999, pada saat terjadinya SEO tahun 2000-2002, dan dua tahun sesudah SEO yaitu tahun 2003-2004.

## **Metode Analisis Data**

### **Analisis Deskriptif**

Analisis deskripsi digunakan untuk mengetahui nilai-nilai statistik masing-masing variabel penelitian yang dipakai. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan pola yang terjadi selama periode dua tahun sebelum penawaran, pada saat penawaran, dan dua tahun sesudah penawaran. Pola yang biasa terjadi dalam peristiwa *public offerings* adalah terjadinya peningkatan yang cenderung tajam menjelang penawaran, memuncak pada saat penawaran, dan akan menurun setelah penawaran tersebut.

### **Uji Normalitas Data**

Metode analisis data yang digunakan adalah metode *statistik parametrik*, karena data dalam penelitian ini bertipe rasio, sehingga telah memenuhi salah satu asumsi digunakannya metode statistik tersebut. Asumsi yang kedua yang harus dipenuhi adalah data harus terdistribusi normal, supaya tidak terjadi kesalahan dalam inferensi.

Uji normalitas data dilakukan dengan *test Kolmogorov-Smirnov*, untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal atau tidak. Dasar keputusannya adalah dengan melihat probabilitas dikolom ASYMP. SIGN (p value) dengan ketentuan jika p value > dari 0.05, maka distribusi data normal, tetapi jika p value < 0.05, maka distribusi data tidak normal.

### **Uji Statistik**

Uji statistik digunakan untuk menentukan keputusan menerima atau menolak hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Pengujian statistik yang digunakan adalah dengan menggunakan uji beda sampel berpasangan (*paired-sampel t-test*). Uji beda sebelum dan sesudah SEO untuk mengetahui apakah kinerja sebelum penawaran lebih tinggi dibandingkan kinerja sesudah penawaran dan membuktikan terjadinya penurunan kinerja pasca penawaran saham tambahan tersebut.

## **Hasil Dan Analisis**

Hasil penelitian pada bagian ini akan dipaparkan dalam tiga bagian yaitu pertama, hasil statistik deskriptif yang bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan pola yang terjadi selama periode dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah penawaran. Kedua, uji normalitas data yang digunakan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal atau

tidak. Ketiga, uji statistik digunakan untuk menentukan keputusan menerima atau menolak hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

### Statistik Deskriptif

Berbeda dengan penelitian Teoh et al. (1998), McLaughlin et al. (1996), Alderson dan Betker (1997), Laughran dan Ritter (1997), Rangan (1998), serta Kim dan Shin (2001) yang menggunakan periode waktu tiga tahun sebelum dan tiga tahun sesudah SEO, dan dalam penelitian ini hanya menggunakan periode dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah SEO. Perhitungan nilai statistik berdasarkan nilai mean pada variabel kinerja keuangan dan kinerja saham.

#### a. Kinerja Keuangan

Perhitungan nilai statistik berdasarkan nilai mean dari variabel kinerja keuangan yaitu *Current Ratio (CR)*, *Debt to Equity (DER)*, *Return On Assets (ROA)*, *Total Assets Turnover (TAT)*, dan *Net Profit Margin (NPM)* dilakukan selama dua tahun sebelum dan dua tahun sesudah SEO. Perhitungan nilai statistik disajikan dalam tabel 2.

**Tabel 2. Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan**

Variabel Keuangan	Perbandingan Mean antar Periode				
	t-2	t-1	t0	t+1	t+2
<i>Current Ratio (CR)</i>	1.10118	1.5929	1.8159	1.7812	1.65
<i>Debt to Equity (DER)</i>	7.1218	6.6312	1.2724	1.5259	1.3518
<i>Net Profit Margin (NPM)</i>	0.3535	0.0735	0.0859	0.0753	0.0476
<i>Return On Assets (ROA)</i>	-0.04335	0.4577	0.4618	0.6824	0.4218
<i>Total Assets Turnover (TAT)</i>	0.9206	1.1765	1.1471	0.9619	0.8363

Sumber: Data diolah

Tabel 2 menunjukkan nilai mean dari ratio keuangan yaitu *Current Ratio (CR)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Net Profit Margin (NPM)*, *Return On Assets (ROA)* dan *Total Assets Turnover (TAT)* memperlihatkan adanya peningkatan kinerja dua tahun menjelang penawaran SEO dan memuncak pada saat SEO, namun dalam periode dua tahun sesudah penawaran akan mengalami penurunan kinerja. Hal ini konsisten dengan penelitian Teoh et al. (1998), McLaughlin et al. (1996), Alderson dan Betker (1997), Laughran dan Ritter (1997), Rangan (1998), serta Kim dan Shin (2001) yang menyimpulkan bahwa terjadinya penurunan kinerja (*underperformance*) pasca penawaran.

Pola meningkatnya kinerja operasi pada saat penawaran SEO mengindikasikan upaya manajemen untuk memberikan sinyal positif kepada pasar. Tingginya kinerja keuangan diharapkan akan direspon secara positif oleh pasar dan meningkatkan nilai saham yang ditawarkan, sedangkan penurunan kinerja pasca penawaran mengindikasikan ketidakmampuan manajemen untuk melanjutkan manipulasi kinerjanya.

#### b. Kinerja Saham

Variabel kedua yang akan diuji adalah kinerja saham. Perhitungan nilai statistik berdasarkan nilai mean dari variabel kinerja saham yaitu menggunakan *AbnormalReturn* yang dilakukan selama dua tahun sebelum penawaran SEO (t-2 atau dari tahun 1998-1999) dan sampai dengan dua tahun setelah SEO (t+2 atau dari tahun 2003-2004). Hasil perhitungan disajikan dalam tabel 3.

**Tabel 3. Statistik Deskriptif Kinerja Saham**

Kinerja Saham	Perbandingan Mean antar Periode				
	t-2	t-1	t0	t+1	t+2
Abnormal Return (AR)	0.00885	0.01894	0.02101	0.00266	0.00224

Sumber: Data diolah

Tabel 3, merupakan statistik deskriptif kinerja saham selama periode pengamatan. Konsisten dengan penelitian Laughran dan Ritter (1997) serta Rangan (1998) yang melaporkan bahwa harga saham *overvalue* untuk sementara waktu yaitu pada saat penawaran dan selanjutnya akan mengecewakan yang ditunjukkan dengan penurunan harga saham pasca penawaran, maka penelitian ini juga menunjukkan pola yang sama, yaitu seperti yang ditunjukkan pada tabel 3, dimana pada periode t-2 ke t0 (0.00885 ke 0.02101) yang berarti kinerja saham mengalami *overvalue* namun pada periode t0 ke t+2 (0.02101 ke 0.00224) yang diartikan bahwa terjadi penurunan kinerja setelah dua tahun penawaran.

#### Uji Normalitas Data

Uji normalitas data digunakan untuk mengetahui apakah data dari sampel penelitian berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan test *Kolmogorov-Smirnov*, dengan dasar keputusan adalah dengan melihat probabilitas pada kolom Asym. Sig atau p value dengan ketentuan bahwa p value > 0.05 maka data berdistribusi normal dan begitu juga sebaliknya jika p value < 0.05 maka distribusi data tidak normal.

Berdasarkan uji normalitas data yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

**Tabel 4. Uji Kolmogorov-Smirnov**

Data	N	Uji Kolmogorov-Smirnov					Normalitas
		t-2	t-1	t0	t+1	t+2	
<i>Current Ratio (CR)</i>	17	0.794	0.745	0.931	0.888	0.957	Normal
<i>Debt to Equity (DER)</i>	17	0.026	0.145	0.348	0.258	0.643	Normal
<i>Net Profit Margin (NPM)</i>	17	0.008	0.291	0.186	0.666	0.203	Normal
<i>Return On Assets (ROA)</i>	17	0.180	0.939	0.951	0.493	0.992	Normal
<i>Total Assets Turnover (TAT)</i>	17	0.869	0.943	0.940	0.439	0.346	Normal
<i>Abnormal Return (AR)</i>	17	0.654	0.015	0.081	0.981	0.078	Normal

Sumber: Data diolah

### Uji Statistik

Pengujian statistik yang digunakan adalah dengan uji beda sampel berpasangan (*paired sampel t- test*). Uji beda sebelum dan sesudah penawaran SEO bertujuan untuk mengetahui apakah kinerja sebelum lebih tinggi dibanding kinerja sesudah penawaran dan membuktikan terjadinya penurunan kinerja pasca penawaran tambahan. Uji statistik digunakan untuk menentukan keputusan menerima atau menolak hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. hipotesis akan diuji dengan tingkat signifikansi sebesar 5% (0.05) dan karena pengujian ini menggunakan dua sisi, maka probabilitas pembatas antara daerah penerimaan  $H_0$  dan daerah penolakan  $H_0$  masing-masing 2.5% (0.025) yaitu 5% dibagi 2. dari tabel *Degree of Freedom (df)*, probabilitas 0.025 dengan jumlah sampel 16 (n-1) diperoleh t tabel sebagai nilai pembatas  $\pm 2.120$ . Tehnik analisis dengan menggunakan program *SPSS for Windows*. Dasar pengambilan keputusan adalah berdasarkan nilai probabilitas, jika probabilitas (*sig.2 tailed*)  $> 0.025$ , maka  $H_0$  diterima dan jika probabilitas (*sig.2 tailed*)  $< 0.025$ , maka  $H_0$  ditolak.

**Tabel 5. Hasil Perhitungan Uji Statistik**

Variabel		Perbandingan antar Periode			
		t-2 ke t-1	t-1 ke t0	t-1 ke t+1	t-1 ke t+2
Likuiditas: CR	t statistik	-2.314	-0.651	-0.506	-0.165
	p value	0.034	0.524	0.620	0.871
Leverage: DER	t statistik	0.105	2.050	1.915	1.938
	p value	0.917	0.057	0.074	0.071
Profitabilitas: NPM	t statistik	1.193	-0.534	-0.065	0.872
	p value	0.250	0.601	0.949	0.396
ROA	t statistik	-2.064	-0.019	-1.217	0.135
	p value	0.056	0.985	0.241	0.894
Turnover: TAT	t statistik	-2.528	0.288	0.440	0.284
	p value	0.022	0.777	0.666	0.780
Return: AR	t statistik	1.986	0.792	0.567	-1.006
	p value	0.064	0.440	0.579	0.329

Sumber : Data diolah

Tabel 5, menunjukkan hasil uji beda sampel berpasangan dari variabel kinerja keuangan dan kinerja saham sebelum dan sesudah penawaran pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Dari pengujian terlihat bahwa,

a. Kinerja Keuangan

Memperlihatkan kinerja keuangan yaitu CR, DER, NPM, ROA dan TAT, bahwa pada periode sebelum sampai dengan sesudah penawaran, yaitu dari t-2 sampai t+2 dengan perbedaan signifikan (p value) lebih besar dari  $\alpha = 0.025$  yang telah dapat membuktikan bahwa hipotesis diterima. Hal ini berarti telah terjadi penurunan kinerja keuangan setelah perusahaan melakukan penawaran. Meningkatnya kinerja keuangan pada saat penawaran SEO mengindikasikan upaya manajemen untuk memberikan sinyal positif kepada pasar. Tingginya kinerja keuangan diharapkan direspon secara positif oleh pasar dan meningkatkan nilai saham yang ditawarkan, sedangkan penurunan kinerja pasca penawaran mengindikasikan ketidak mampuan manajemen melanjutkan manipulasi kinerjanya.

b. Kinerja Saham

Hasil pengujian dari kinerja saham (AR) menunjukkan bahwa periode sebelum sampai dengan periode sesudah penawaran, yaitu t-2 sampai t+2 dengan perbedaan *sig* (p value) yang lebih besar dari  $\alpha = 0.025$  yang telah dapat membuktikan bahwa

hipotesis diterima. Hal ini berarti telah terjadi penurunan kinerja saham yang ditunjukkan oleh AR setelah perusahaan melakukan penawaran.

Konsisten dengan penelitian Loughran dan Ritter yang menyimpulkan terjadinya peningkatan kinerja saham sebelum penawaran dan penurunan pasca penawaran, maka penelitian ini menunjukkan pola yang sama. Kondisi ini sesuai dengan konsep *windows of opportunity*, yaitu konsep yang membahas upaya manajemen yang memanfaatkan kesalahan pasar menilai perusahaan secara *overvalue* dengan melakukan penawaran saham tambahan, walaupun akhirnya tetap akan terjadi penurunan kinerja saham, karena pasar melakukan koreksi terhadap kesalahannya.

### Kesimpulan

Perbedaan informasi yang ada diantara manajemen dan investor di pasar merupakan salah satu motivasi manajer melakukan manipulasi terhadap kinerja dengan menaikkan laba (*income increasing*). Sikap *oportunistik* ini bertujuan untuk menaikkan harapan investor terhadap kinerja perusahaan di masa yang depan dan menaikkan harga penawaran. Sikap *oportunistik* ini dinilai secara ekstrim sebagai sikap curang manajemen yang diimplikasikan dalam laporan keuangannya pada saat penawaran saham tambahannya tersebut. Keberhasilan dari sikap ini dinilai ketika manajemen berhasil menyesatkan investor dalam menilai saham yang ditawarkan tersebut. Walaupun pada periode pasca *Seasoned Equity Offerings (SEO)* terbukti manajemen tidak mampu lagi melanjutkan sikap curangnya yang tercermin dari penurunan kinerja pasca penawaran.

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 kinerja 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 oleh perusahaan sebagai bukti tidak bisa dilanjutkannya manipulasi tersebut. Penurunan kinerja ini merupakan cermin dari ketidakmampuan manajemen melanjutkan manipulasi yang dilakukan pada saat SEO. Bukti ini konsisten dengan beberapa penelitian mengenai manajemen laba disaat SEO terdahulu, misal Toeh et al., (1998), McLaughlin et al., (1996), Alderson dan Betker (1997), Loughran dan Ritter (1997), Rangan (1998), dan Kim dan Shin (2001).

### Daftar Pustaka

- Alderson, Michael J., dan Brian L. Betker., 1997. "The Long Run Performance of Companies That Withdraw Seasoned Equity Offerings", *Working paper*, September.
- Bambang Riyanto, 1997. *Dasar Pembelian Perusahaan*, BPFE. Yogyakarta.

- Candy, 2002, "Analisis Kinerja Perusahaan Yang Melakukan Seasoned Equity Offerings: Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta", *Working paper*.
- Cooney, J., dan A. Kalay, 1993. "Positive Information from Equity Issue Announcements", *Journal of Financial Economics*.
- Eckbo, BE dan Masulis. 1992. "Adverse Selection and The Right Offer Paradox". *Journal of Financial Economics*.
- Edvardus, T. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, edisi I. BPFE: Yogyakarta.
- Espenlaub, Susanne. Nov./Des. 1999. "Discussion of The Life Cycle of Initial Public Offerings Firms", *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(9) & (10).
- 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*, 7
- Gugup Kismono, 2001. *Bisnis Pengantar*, Edisi I. BP-FE.
- Harto, Puji. 2001. "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Right Issue di Indonesia". *Symposium Nasional Akuntansi IV*.
- Hin, L Thian. 2001. *Panduan Berinvestasi Saham*. PT.Elex Media Kompuntindo, Jakarta.
- Husnan, Suad. 1985. *Pembelanjaan Perusahaan*, edisi ke-2, Liberty, Yogyakarta.
- \_\_\_\_\_. 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, edisi ke-3, UPPAMPYKPN, Yogyakarta.
- J. Fred Weston dan Thomas E. Copeland, 1996. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedclapan. Erlangga. Jakarta.
- Jin, Liauw She, dan Mas'ud Machfoedz. 1998. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Praktik Perataan Laba pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.1 No.2.
- Kim, Kenneth A., dan Hyun-Han Shin. 2001. "The Underpricing of Seasoned Equity Offerings: 1983-1998", *Working Paper*.
- Laughran, Tim., dan Jay R. Ritter, 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings". *The Journal of Finance*.
- McLaughlin, Assem S., dan Gopala K.V. 1996. "The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post Issue Performance". *Financial Management*, Vol.25.
- Megginson, 1997. "Corporate Finance Theory", Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Nassiripour, S., K.Karim, P.Siegel, dan M.Ahmed. 1998. "The Effect of Seasoned Equity Offerings on Stock Prices: A Case of Diversification VS Growth Opportunities". *Research in Finance*.
- Pillote, E. 1992. "Growth Opportunities and The Stock Price Response to New Financing". *Journal of Business*.
- Rangan, Srinivasan. 1998. "Earning Management and The Performance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Accounting and Economics*, 50.

- Singgih Susanto, 2001. *SPSS Versi 10 "Mengolah Data Statistik Secara Profesional*. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Sulistiyanto, H. Sri, dan Midiastuti, Pratana P., 2002. "Seasoned Equity Offerings: Benarkah Underperformance Pasca Penawaran", *Simposium Surviving Strategies to Cope With The Future*, Universitas Atma Jaya Yogyakarta, 13-14 september.
- Sunariyah, 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kedua. UPPAMPYKPN.
- Tausikal, Askam. 2002. "Pengaruh Informasi Akuntansi untuk Memprediksi Return Saham : Study Terhadap Perusahaan Permanufacturdan Non Permanufactur" *Jurnal Rist Akuntansi*, Vol.5, No.3, Sept:365-378.
- Teoh (a), Siew Hong., Ivo Welch, dan T.J Wong. 1998. "Earning Management and The Underperformance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics*.
- Tjipto Darmadji dan Hendy F, 2001. *Pasar Modal Di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Edisi I, Salemba Empat. Jakarta.
- Traill, Marcus dan Ed Vos, 2001. "Do Seasoned Equity Offerings Really Underperformance in the Long Run? Evidence from New Zealand", Working paper.