

## **DAMPAK UNDERPERFORMANCE SETELAH PENAWARAN SEASONED EQUITY OFFERINGS**

**Dena Evi Susiani**

Fakultas Ekonomi Universitas Wahid Hasyim Semarang

**A. Setya Marsudi**

Fakultas Ekonomi Universitas Khatolik Atma Jaya Jakarta

### **Abstract**

*Seasoned equity offerings as public offerings followed an underperformance. This underperformance can be happened when the management try to manipulate their performance report at the time of offering and before offering. They do that because management want to get positive response in the market. This research explained that hypothesis. Using data from SEO in BEJ in 2001-2003, it this found that three year before offering, financial performance and equity performance increasing significantly. And there is underperformance three year after offering.*

**Keywords :** *Underperformance, public offering, equity .*

### **PENDAHULUAN**

Perusahaan yang list di bursa efek sering membutuhkan dana untuk menutup hutangnya yang jatuh tempo ataupun mengembangkan usaha. Kebutuhan dana yang besar ini dipenuhi salah satunya dengan penawaran saham tambahan (*Seasoned equity offerings*) melalui *Initial Public Offerings* (IPO) (Megginson, 1997). Penawaran saham tambahan diluar saham yang dimiliki perusahaan dan telah beredar sebelumnya dilakukan dengan; pertama, menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu—(*rights issues*), atau; kedua, menjual sekuritas baru kepada setiap investor dengan *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya. Ada kecenderungan perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi akan menggunakan *right issue* (Eckbo dan Masulis, 1992).

Dalam penelitian (Guo dan Mech, 2000) resiko munculnya asimetri informasi (*information asymmetry*) besar terjadi dalam penawaran ini, pihak manajerial akan berupaya , baik sebelum dan pada saat penawaran (Rangan, 1998; Teoh et al., 1998). Manipulasi yang dikenal dengan istilah *earnings management* ini akan mengakibatkan penurunan kinerja (*underperformance*) setelah penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran dan Ritter, 1997; Teoh et al., 1998; Rangan, 1999). Alderson dan Betker (1997) dan Trail dan Vos (2001) menjelaskan penurunan kinerja perusahaan yang melakukan SEO dengan menggunakan kerangka *windows of opportunity* dan fenomena *agency theory*. Dalam *windows of opportunity*, penurunan kinerja bisa terjadi karena adanya upaya perusahaan untuk mengambil keuntungan jangka pendek pada saat

pasar menilai perusahaan terlalu tinggi (*overvalue*), yaitu dengan mengeluarkan saham tambahannya. Padahal dalam jangka panjang penilaian yang terlalu tinggi tersebut tidak bisa dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap "kesalahannya". Sementara dalam *agency theory*—yaitu teori yang berfokus pada masalah yang muncul antara *principal-agent* dalam pemisahan kepemilikan dan kontrol terhadap perusahaan (Morris, 1987)—manajemen perusahaan berusaha untuk memberikan sinyal positif kepada pasar tentang perusahaan yang dikelolanya. Sinyal positif ini diwujudkan dalam kinerja yang dilaporkannya. Namun sinyal positif ini dalam jangka panjang tidak bisa dipertahankan oleh manajemen, yang tercermin dari penurunan kinerja yang dilaporkan oleh perusahaan tersebut (Teoh et al., 1998).

Loughran dan Ritter (1997) menemukan perbedaan antara kinerja operasi lima tahun sebelum dan sesudah penawaran, yaitu adanya penurunan kinerja dalam jangka panjang. Sementara dalam penelitian Mc Laughlin et al. (1996) dengan berbagai ukuran rasio *cash flow* juga membuktikan bahwa kinerja *cash flow* perusahaan mengalami penurunan kurang lebih 20% selama tiga tahun setelah penawaran. Yang menjadi permasalahan *average return* perusahaan yang melakukan SEO hanya 7% per tahun sedangkan perusahaan yang tidak melakukan penawaran rata-rata 15% per tahun, dengan kata lain SEO tetap mendapat respon positif dari investor terutama jika investor menyimpulkan bahwa dana yang diperoleh dari hasil *seasoned issue* tersebut diinvestasikan pada kesempatan investasi yang menguntungkan.

Penelitian tentang SEO yang dilakukan di Indonesia menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* mengalami penurunan kinerja operasi, keuangan, dan saham selama tiga tahun setelah penawaran (Harto, 2001 dan Candy, 2002). Dalam penelitian Candy (2002) dalam penelitian mengenai SEO juga menyimpulkan bahwa perusahaan akan mengalami penurunan kinerja operasi, dan akan terjadi sebaliknya pada kinerja keuangan. Penelitian tersebut memberi argumen bahwa kenaikan kinerja keuangan tersebut kemungkinan besar karena (1) dana yang diperoleh dari SEO digunakan untuk membayar hutang perusahaan yang jatuh tempo dan (2) naiknya nilai hutang jangka panjang karena kemungkinan hutang yang dimiliki perusahaan merupakan hutang dalam kurs asing yang tidak dilindungi dengan sistem *hedging*, sehingga melemahnya rupiah berakibat meningkatkan nilai hutang.

Penelitian yang lain menyebutkan bahwa rendahnya kinerja pasca SEO diakibatkan karena pengukuran *earnings* yang "tidak tepat" oleh manajemen (Denis dan Sarin, 1999). Hal tersebut mempengaruhi interpretasi investor terhadap kinerja perusahaan dan mengakibatkan prospektus investor akan probabilitas masa depan perusahaan diterjemahkan keliru. Atau dengan kata lain investor yang *overoptimism* dalam meramalkan *earnings* masa depan akan mengalami pada periode pasca penawaran. Penurunan kinerja yang terjadi sebagai dampak pengukuran tersebut akan terjadi selama lima tahun setelah SEO. Shivakumar (2000) juga menunjukkan bahwa manajemen

telah melakukan *overstate* terhadap *earnings* sebelum melakukan pengumuman SEO. Lebih lanjut penelitian tersebut menunjukkan bahwa investor sebenarnya sudah menduga adanya *earnings management* dan secara rasional berusaha melepaskan pengaruhnya pada saat pengumuman SEO. Jadi investor memiliki penilaian yang rendah terhadap *earnings* sebelum SEO dan secara rasional memberikan nilai yang rendah untuk perusahaan.

### **PERUMUSAN MASALAH**

Peneliti berupaya memperluas sampel yang digunakan dan melakukan pengujian terhadap kinerja saham. Karena kesuperioran manajer dalam memperoleh dan menguasai informasi penurunan kinerja pasca penawaran menjadi wajar karena adanya manipulasi. Manipulasi ini dilakukan untuk memberikan informasi kinerja yang berkesan baik agar pasar merespon penawaran saham, walaupun dampak jangka panjangnya kinerja mengalami penurunan, Penurunan tersebut disebabkan upaya manipulasi tidak dapat dilakukan terus menerus. Dari latar belakang tersebut permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: Apakah penurunan kinerja dalam jangka panjang akan terjadi pada perusahaan yang melakukan SEO ?

### **TUJUAN PENELITIAN**

Kecenderungan melakukan manipulasi terhadap kinerja akan terjadi karena manajer ingin 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. Maka dari uraian tersebut penelitian ini bertujuan untuk mencari bukti empiris bahwa dalam jangka panjang perusahaan yang melakukan SEO akan mengalami penurunan kinerja.

### **TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

Beberapa penelitian menghubungkan penurunan kinerja tersebut dengan konsep *windows of opportunity* dan teori agensi (Traill dan Vos, 2001; Alderson dan Betker, 1997). Secara konseptual, dalam *windows of opportunity* manajemen berusaha memanfaatkan kesempatan pada saat mengetahui pasar telah menilai perusahaan secara *overvalue*. Sementara dalam teori agensi (*agency theory*), manajemen memanfaatkan asimetri informasi karena kesuperiorannya dalam menguasai informasi dibandingkan pasar.

Penurunan kinerja (*underperformance*) yang terjadi pasca penawaran saham ke publik (*public offerings*)—IPO maupun SEO—seolah telah menjadi pola baku (Denis, 1994; Loughran dan Ritter, 1997; Nassiripour et al .,

1998; Rangan, 1998; Teoh, et al., 1998a; Espenlaub, 1999; Shivakumar, 2000). Bukti empiris menyimpulkan bahwa adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengeluaran ekuitas baru. Pillote (1992) 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 yang berbeda, SEO yang dilakukan perusahaan selalu akan diikuti dengan penurunan kinerja dalam jangka panjang.

Oleh karena manajemen melakukan manipulasi dengan menggunakan *discretionary accrual*, yaitu kebijakan akuntansi yang memberikan keleluasan pada manajemen untuk menentukan jumlah transaksi akrual secara fleksibel. Manipulasi terhadap kinerja menjelang SEO merupakan penjelasan yang logis mengapa perusahaan tidak mampu mempertahankan kinerjanya. Manipulasi yang dikenal dengan istilah *earnings management* ini merupakan refleksi sikap oportunistik manajemen untuk memperoleh keuntungan bagi dirinya sendiri. Sehingga peningkatan laba (*income increasing*) 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).

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 opportunities*) dan menemukan bahwa kinerja operasi pasca penawaran dalam jangka panjang adalah jelek. Dalam penelitiannya Rangan (1998) melaporkan bahwa harga saham *overvalue* untuk sementara waktu yaitu pada saat penawaran dan selanjutnya akan mengecewakan yang ditunjukkan dengan penurunan harga saham pasca penawaran. Traill dan Vos (2001) melaporkan bahwa perusahaan yang melakukan SEO akan underperformance selama lima tahun setelah issue. Mc Laughlin (1996) dalam penelitiannya menggunakan berbagai ukuran rasio *cash flow* untuk mengetahui apakah kinerja jangka panjang setelah SEO mengalami penurunan. Hasilnya mengindikasikan bahwa kinerja *cash flow* mengalami penurunan sekitar 20% selama tiga tahun setelah penawaran.

Penelitian Laughran dan Ritter (1997) menggunakan enam rasio keuangan untuk melihat kinerja keuangan sebelum dan lima tahun setelah SEO. Hasilnya menunjukkan rasio keuangan—khususnya rasio

*profit margin* dan ROA—mengalami penurunan selama empat tahun setelah penawaran tersebut. Hasil tersebut mengindikasikan adanya upaya manajemen melakukan manipulasi sebelum melakukan penawaran agar kinerja perusahaan pada saat penawaran kelihatan bagus. Sejalan dengan penurunan kinerja operasi, maka penurunan kinerja saham juga akan terjadi sebagai akibat dilakukannya manipulasi pada saat penawaran tersebut. Kondisi tersebut terjadi karena harga saham berkorelasi dengan kinerja keuangan, sehingga penurunan kinerja keuangan akan membuat pasar melakukan koreksi harga saham yang *overvalue* tersebut. Manipulasi yang dilakukan manajemen tersebut dapat menyebabkan pengalokasian yang tidak tepat atas modal yang akan diinvestasikan. Pengalokasian yang tidak tepat ini mempunyai implikasi terhadap harga saham yang akan dinilai secara tidak tepat (*mispricing*). Hal tersebut terjadi karena pasar tidak mampu mendeteksi keberadaan dan besarnya laba yang dimanipulasi. Atau dengan kata lain pasar telah gagal untuk memahami implikasi penggunaan akrual tersebut. Tetapi dalam jangka kegagalan investor dalam menilai perusahaan akan dikoreksi sehingga akan mengakibatkan turunnya harga saham perusahaan bersangkutan. Maka dari uraian tersebut hipotesis dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- H1 : Perusahaan yang melakukan SEO akan mengalami penurunan kinerja keuangan setelah penawaran.
- H2 : Perusahaan yang melakukan SEO akan mengalami penurunan kinerja saham setelah penawaran

## **METODE PENELITIAN**

### **1. Sumber Data dan Sampel Penelitian**

Dalam penelitian ini digunakan data sekunder yang diambil dari laporan keuangan (*annual report*) dan harga saham penutupan bulanan perusahaan yang melakukan SEO periode tahun 2001-2003 di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Data berasal dari informasi selama tiga tahun sebelum (1998 - 2000) dan tiga tahun sesudah SEO (2004 - 2006). Perusahaan yang masuk sebagai sampel dipilih dari perusahaan non-lembaga keuangan untuk mengantisipasi kemungkinan pengaruh regulasi tertentu yang dapat mempengaruhi variabel penelitian.

Tabel 1  
Sampel Penelitian

Identifikasi Perusahaan	Jumlah
Perusahaan yang SEO tahun 1994-1997	41
Perusahaan lembaga keuangan	(9)
Data laporan keuangan tidak lengkap	(6)
Jumlah Sampel	26

Sumber: dari data yang diolah.

## 2. Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Proksi kinerja dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan dan kinerja saham. Kinerja keuangan merefleksikan kinerja fundamental perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan data fundamental atau dari laporan keuangan perusahaan. Sedangkan kinerja saham akan mengindikasikan kinerja pasar perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan nilai pasar saham perusahaan yang beredar di pasar modal.

- Beberapa ukuran kinerja keuangan dalam penelitian ini:
  - 1) Likuiditas: kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban keuangan jangka pendeknya pada saat jatuh tempo. Likuiditas dapat diukur dengan rasio lancar (*current ratio—CR*), yaitu aktiva lancar dibagi dengan hutang lancar.
  - 2) *Leverage*: bagian modal non ekuitas yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. Dengan kata lain, *leverage* menunjukkan proporsi aktiva perusahaan yang didanai oleh pihak selain pemegang saham (*shareholder*). Ukuran *leverage* : rasio hutang terhadap ekuitas/modal (*debt to equity ratio—DER*).
  - 3) Profitabilitas, yaitu kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Ukuran profitabilitas yang akan digunakan adalah *net profit margin (NPM)*, yaitu *net income* dibagi dengan pendapatan (*revenue*). Rasio ini mengindikasikan berapa banyak *net income* yang dihasilkan dari setiap rupiah pendapatan (*revenue*).
  - 4) Rasio tingkat kembalian atas aktiva (*return on assets—ROA*): mengukur efisiensi penggunaan ekuitas pemegang saham biasa. *Net income* dibagi dengan total aktiva (rata-rata).
  - 5) Perputaran (*turnover*): Indikasi efisiensi dalam penggunaan aktiva perusahaan. Ukuran perputaran yang akan digunakan adalah rasio perputaran total aktiva (*total assets turnover ratio—TAT*), yaitu penjualan dibagi dengan total aktiva (rata-rata).
- Kinerja saham, yaitu kinerja saham yang dapat diukur dengan beberapa cara, antara lain melalui tingkat pengembalian (*return*). *Return* dapat dihitung dengan rumus:  $P_t - P_{t-1} / P_{t-1}$ , dimana  $P_t$  adalah harga saham pada periode  $t$  dan  $P_{t-1}$  adalah harga saham periode sebelum  $t$ .

## 3. Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini menggunakan Analisis Deskriptif dan pengujian statistik. Analisis deskriptif digunakan untuk mengetahui dan membuktikan pola yang terjadi selama periode pengamatan. Selama *public offerings* terjadi kecenderungan peningkatan tajam menjelang penawaran, memuncak saat penawaran, dan menurun setelah penawaran. Penurunan kinerja dalam *public offerings* secara teoritis akan terjadi selama tiga-lima tahun setelah penawaran (Teoh et al., 1998a, McLaughlin et al.,

1996, Alderson dan Betker, 1997, Dubois dan Jeanneret, 2000, Kim dan Shin, 2001). Pengujian yang kedua digunakan uji statistik menggunakan: (1) Uji beda sampel berpasangan (*Paired-sample t-test*). (2) Uji beda terhadap kinerja 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.

#### 4. Hasil dan Analisis

Penghitungan nilai statistik (*mean* dan *median*) variabel kinerja—yaitu *current ratio* (CR), *debt equity ratio* (DER), *return on assets* (ROA), *total assets turnover ratio* (TAT), dan *net profit margin ratio* (NPM)—dilakukan selama tujuh tahun (Teoh et al. (1998), McLaughlin et al., (1996), Alderson dan Betker (1997), Loughran dan Ritter (1997), Rangan (1998), dan Kim dan Shin (2001)), yaitu dimulai dari tiga tahun sebelum SEO (t-3 atau dari tahun 1998 sampai tahun 2000) sampai dengan tiga tahun setelah SEO (t+3 atau dari tahun 2004 sampai tahun 2006). Hasil perhitungan disajikan dalam Tabel 2.

Tabel 2  
Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan

Periode	t-3	t-2	t-1	T	t+1	t+2	t+3
				CR			
<i>Mean</i>	1.3624	1.4532	1.5421	2.2932	1.6751	1.5322	1.5338
<i>Median</i>	1.1925	1.3488	1.2899	1.5521	1.4817	1.2531	1.6125
				ROA			
<i>Mean</i>	2.0134	2.2495	2.3135	2.4947	1.7336	0.9517	-1.2070
<i>Median</i>	0.9760	0.9985	2.1360	2.9810	2.9360	2.1322	0.1860
				TAT			
<i>Mean</i>	193.44	198.72		253.31	177.83	196.65	174.03
<i>Median</i>	153.45	185.65	215.10	189.34	145.16	145.13	154.86
				NPM			
<i>Mean</i>	0.7852	0.1745	0.1231	0.3683	0.3319	0.3733	-
<i>Median</i>	0.1345	0.1582	0.1544	0.1518	0.1561	0.1932	31.276
				DER			
<i>Mean</i>	1.4618	1.3489	1.5167	2.1184	2.5389		2.0174
<i>Median</i>	1.0195	1.2286	1.4478	1.4185	1.2678	3.9379	1.5278

Sumber: dari data yang diolah.

Hasil ini konsisten dengan penelitian Teoh et al. (1998), McLaughlin et al., (1996), Alderson dan Betker (1997), Loughran dan Ritter (1997), Rangan (1998), dan Kim dan Shin (2001) nilai *mean* dan *median* CR, ROA, TAT, dan NPM dengan terdapatnya pola meningkat menjelang SEO,

memuncak pada pada saat SEO, dan mengalami penurunan setelah penawaran. Hal tersebut mengindikasikan terjadinya penurunan kinerja (*underperformace*) pasca penawaran. Upaya memberikan kesan positif pada pasar yang dilakukan manajer terlihat saat meningkatnya kinerja operasi dan memuncak pada saat SEO. Tingginya kinerja keuangan ini 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.

Variabel DER konsisten dengan penelitian Candy (2002) yang menunjukkan pola cenderung selalu meningkat bahkan setelah penawaran. Hasil ini yang mencatat bahwa semakin meningkatnya nilai variabel DER kemungkinan dipengaruhi oleh melemahnya nilai rupiah karena pengaruh krisis ekonomi di Indonesia, yang mengakibatkan hutang jangka panjang dalam mata uang asing yang tidak dilindungi dengan sistem *hedging* akan berlipat nilainya jika dihitung dalam rupiah

Tabel 3  
Statistik Deskriptif Kinerja Saham

Periode	t-3	t-2	t-1	T	t+1	t+2	t+3
	RETURN						
<i>Mean</i>	-0.0245	-0.0253	-	0.0021	-	-	-
<i>Median</i>	-0.0145	-	0.0132	0.0214	0.0186	0.0465	0.0451
		0.0173			0.0132	0.0320	0.0349

Sumber: dari data yang diolah.

Tabel 3 merupakan statistik deskriptif kinerja saham selama periode pengamatan. Konsisten dengan penelitian Loughran dan Ritter (1997) yang menyimpulkan terjadinya peningkatan kinerja saham sebelum penawaran dan penurunan pasca penawaran, maka penelitian ini juga menunjukkan pola yang sama. Kondisi ini sesuai dengan konsep *windows of opportunity*, yaitu konsep yang membahas upaya manajemen saat 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. Dari tabel terlihat bahwa kinerja saham dari t-3 (-0.0245) meningkat dan memuncak pada periode t (0.0021). Kondisi ini mengindikasikan tawaran yang dilakukan perusahaan direspon secara positif oleh pasar. Sedangkan penurunan kinerja saham memang terjadi pasca penawaran, yaitu sejak periode t+1 (-0.0186) sampai dengan t+3 (-0,0465).

Tabel 4  
Uji Beda Kinerja Sebelum dan Sesudah SEO

	CR	ROA	TAT	NPM	DER	AR
<i>p-value</i>	0.024	0.026	0.023	0.026	0.171	0.029
<i>t-value</i>	0.746	-1.345	-1.255	-1.564	2.481	2.137

Sumber: dari data yang diolah.

Hasil uji beda variabel kinerja keuangan dan saham perusahaan yang menjadi sampel penelitian diperlihatkan pada tabel 4. Dari lima variabel kinerja, terbukti hanya empat variabel yang mempunyai nilai sebelum SEO lebih besar dibandingkan nilai sesudah SEO, yaitu variabel CR, ROA, TAT, dan NPM. Nilai *p-value* untuk CR (0.024), ROA (0.026), TAT (0.023), NPM (0.026) yang lebih kecil dari 0,05 membuktikan bahwa kinerja keuangan sebelum SEO lebih besar dibandingkan kinerja sesudah SEO. Perbedaan tersebut memperlihatkan telah terjadinya penurunan kinerja pasca penawaran.

Penurunan yang signifikan kinerja variabel CR pasca penawaran mengindikasikan terjadinya penurunan kinerja pasca-SEO dan dapat dilihat dalam tabel 4 dengan nilai *p-value* untuk CR sebesar 0.024 mengindikasikan bahwa rata-rata CR sebelum penawaran lebih besar dibandingkan rata-rata CR setelah penawaran. Nilai *p-value* 0.026 mengindikasikan bahwa nilai *mean* ROA sebelum penawaran lebih besar dibandingkan rata-ratanya setelah penawaran, yang artinya telah terjadi penurunan rata-rata ROA yang cukup signifikan. Nilai *p-value* 0.023 mengindikasikan telah terjadi penurunan nilai TAT pasca penawaran. Demikian juga untuk variabel NPM (*net profit margin ratio*) yang mempunyai *p-value* sebesar 0.026 mengindikasikan telah terjadi penurunan nilai rata-rata NPM setelah penawaran dibandingkan kenaikan nilai rata-rata NPM sebelum penawaran. Namun berbeda halnya dengan keempat variabel kinerja di atas.

Dugaan kinerja sebelum penawaran lebih besar daripada kinerja setelah penawaran terlihat saat nilai *p-value* sebesar 0.024 (lebih kecil dari pada 0,05). Besarnya kenaikan sebelum penawaran daripada penurunan setelah penawaran kemungkinan besar karena upaya manajemen mempengaruhi pasar berhasil. Pasarpun akan segera menyadari dan kemudian segera melakukan koreksi yang mengakibatkan terjadinya penurunan kinerja saham perusahaan tersebut. Perilaku ini konsisten dengan penelitian Lougran dan Ritter (1997).

Nilai *p-value* sebesar 0,171 (lebih besar dari pada 0,05) berarti nilai DER sesudah SEO lebih besar dibanding sebelum SEO atau dapat dikatakan DER (*debt equity ratio*) tidak menurun pasca SEO. Walaupun terjadi kenaikan kinerja menjelang dan pada saat penawaran, namun kenaikan kinerja ini terus terjadi setelah SEO tersebut. Indikasi ini mungkin karena hutang perusahaan dalam mata uang masing tidak dilindungi dengan sistem *hedging*, sehingga menguatnya kurs dollar Amerika akibatnya krisis ekonomi mengakibatkan melonjaknya nilai hutang perusahaan (Candy, 2002).

## **KESIMPULAN**

Perbedaan penguasaan informasi pasar dengan informasi yang dikuasai oleh pihak manajemen merupakan salah satu motivasi manajer melakukan manipulasi terhadap kinerja dengan menaikkan labanya (*income increasing*). Tindakan ini bertujuan agar kinerja perusahaan

dimasa depan akan menaikkan nilai tawar. Perilaku oportunistik tersebut dianggap sebagai bentuk kecurangan (*fraud*). Akan tetapi tindakan pihak manajemen akan berhasil bila pasar dapat dimanipulasi saat mencermati laporan perusahaan meskipun pada periode pasca-SEO terbukti manajemen tidak mampu lagi melanjutkan sikap curangnya dengan mempertahankan kinerjanya dan mulai terlihat dari kinerjanya yang semakin menurun.

Terdapat bukti dalam penelitian ini saat perusahaan yang melakukan penawaran saham tambahan (*seasoned equity offerings*) mengalami penurunan pasca penawaran tersebut. 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. Bukti ini konsisten dengan beberapa penelitian manajemen laba disaat SEO sebelumnya, misalnya Teoh et al. (1998), McLaughlin et al., (1996), Alderson dan Betker (1997), Loughran dan Ritter (1997), Rangan (1998), dan Kim dan Shin (2001). Penelitian ini juga berhasil mendukung hipotesis tentang penurunan kinerja pasca penawaran. Keterbatasan dan kekurangan masih ada dalam penelitian ini, yaitu: dalam penelitian mengenai *public offerings* selalu menggunakan jumlah data yang cukup besar, sementara penelitian ini hanya menggunakan 26 perusahaan dari 41 perusahaan yang melakukan SEO dalam kurun waktu 2001-2003. Kesulitan memperoleh data keuangan menjadi faktor utama keterbatasan tersebut.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Alderson, Michael J., dan Brian L. Betker, 1997, "The Long Run Performance of Companies That Withdraw Seasoned Equity Offerings", *Working paper*, September 1997.
- Candy, 2002, "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Seasoned Equity Offerings: Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta", *Skripsi*, Fakultas Ekonomi, UAJY. (tidak dipublikasikan).
- Denis, David J., dan Atulya Sarin, 1999, "Is the Market Surprised by Poor Earnings Realization Following Seasoned Equity Offerings", *Working paper*, Desember 1999.
- Denis, David J., 1994, "Investment Opportunities and the Market Reaction to Equity Offerings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29 No.2, 1994.
- Eckbo, B.E., dan Masulis, 1992, "Adverse Selection and The Rights Offer Paradox", *Journal of Financial Economics*, 1992.

- Espenlaub, Susanne, 1999, "Discussion of The Life Cycle of Initial Public Offering Firms", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (9) & (10), Nov./Des. 1999.
- Guo, Lin., dan Timothy 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, 2000.
- Harto, Puji, 2001, "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Right Issue di Indonesia", *Simposium Nasional Akuntansi IV*, 2001.
- Kim, Kenneth A., dan Hyun-Han Shin, 2001, "The Underpricing of Seasoned Equity Offerings: 1983 -1998", *Working paper*, Mei 2001.
- Loughran, Tim., dan Jay R. Ritter, 1997, "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings", *The Journal of Finance*, 1997.
- 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, 1996.
- Morris, 1987, "Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice", *Accounting and Business Research*, Vol. 18, 1987.
- 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*, 1998.
- Rangan, Srinivasan, 1998, "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 50, 1998.
- Shivakumar, Lakshmanan, 2000, "Do Firm Mislead Investor by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?", *Journal of Accounting and Economics*, 2000
- Teoh, Siew Hong., Ivo Welch, dan T.J. Wong, 1998a " *Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings* ", *Journal of Financial Economics*, 1998.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, dan T.J. Wong, 1998b, "Earning Management and The Long Run Market Performance of Initial Public Offering", *Journal of Finance*, Vol.LIII, No.6 Desember 1998.
- Teoh, Siew Hong, T.J. Wong, Gita R. Rao, 1997, "Are Accruals During An Initial Public Offering Opportunistic?", *Working paper*, Juli 1997.
- Traill, Marcus dan Ed Vos, 2001, "Do Seasoned Equity Offerings Really Underperform in the Long Run? Evidence from New Zealand", *Working paper*, 2001.