JURNAL AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SARJANAWIYATA TAMANSISWA
jurnalfe.ustjogja.ac.id

KINERJA KEUANGAN PASCA SEASONED EQUITY OFFERINGS

Djaja Perdana*
Herbowo

Akademi Akuntansi YKPN
*email: djaja_perdana@aaykpn.ac.id

ABSTRACT

This study aims to examine the differences in corporate financial performance before and after Seasoned Equity Offerings (SEO). The financial performance is proxy of WCR, DER, ROA, ROE, Asset Turnover (ATO) and Growth ratio which representing the value of liquidity, financing, activity, performance and growth of the firm. The study involved 67 samples of the companies listed on the Indonesia Stock Exchange conducting Seasoned Equity Offerings during 2008-2013 period and selected through purposive random sampling method and using Financial Statement data from 2005-2016 period. Hypothesis test using Wilcoxon Signed Rank test. The results of this study indicate that there is no significant difference in the ratio of ROA and ROE between before and after Seasoned Equity Offeringss, but there are significant differences in the ratio of WCR, DER, Asset Turnover and Growth. WCR ratio after Seasoned Equity Offerings increased, while DER ratio after Seasoned Equity Offerings decreased, the condition of both ratios showed better performance. While the indication of poor performance seen in decreasing asset turnover ratio and growth ratio.

INFO ARTIKEL

Diterima: 6 April 2019
Direview: 14 Mei 2019
Disetujui: 31 Januari 2020
Terbit: 30 Juni 2020

Keywords:
agency theory, financial performance, seasoned equity offerings

PENDAHULUAN

Fenomena penurunan kinerja keuangan perusahaan yang melakukan aksi korporasi seringkali digeneralisasi secara terbatas oleh sejumlah hasil penelitian terdahulu mengingat terlalu banyak variabel yang dapat digunakan sebagai indikator. Hal ini tentu saja mengakibatkan penelitian yang terkait dengan aksi korporasi seperti Seasoned Equity Offerings (SEO) variasi informasi bagi investor yang ingin menanggapi aksi korporasi tersebut, padahal fenomena ini menjadi isu penting bagi investor. Investor membutuhkan informasi yang komprehensif untuk mendukung keputusan investasi yang akan diambil. Di sisi lain, bagi perusahaan Seasoned Equity Offerings merupakan suatu aksi perusahaan yang sangat strategis untuk memperoleh tambahan modal dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan selanjutnya, namun diduga adanya indikasi tindakan manipulasi kinerja oleh perusahaan sebelum melakukan aksi Seasoned Equity Offerings guna memperoleh kesan positif di mata investor sehingga saham tambahan yang ditawarkan akan direspon baik oleh investor. Dugaan ini yang perlu dikaji lebih lanjut untuk memperoleh bukti empirisnya.

Seasoned Equity Offerings (SEO) merupakan bentuk penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan di luar saham yang telah ditawarkan sebelumnya melalui Initial Public Offerings (IPO). Penawaran ini dilakukan karena perusahaan membutuhkan dana tambahan untuk

menambah modal operasional atau untuk melunasi hutang yang akan jatuh tempo. Idealnya setelah melakukan penawaran saham tambahan (SEO), volume perdagangan saham perusahaan tersebut meningkat sebagai perwujudan ketertarikan investor terhadap perusahaan kemudian dana segar yang diserahkan kepada perusahaan dapat digunakan untuk mengurangi hutang atau menambah modal operasional perusahaan, harapan selanjutnya kinerja perusahaan meningkat dibandingkan sebelum memperoleh dana tambahan dan laba perusahaan bertambah yang pada akhirnya berpengaruh pada peningkatan return dan dividen saham bagi investor.

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

Penelitian Marsh (1979) melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan di Inggris yang melakukan Seasoned Equity Offerings selama periode 1962-1972 mengalami penurunan kinerja selama 2 tahun setelah penawaran. Hasil ini konsisten dengan penelitian Levis (1993) yang juga melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan di Inggris yang melakukan Seasoned Equity Offerings juga mengalami penurunan kinerja. Selain di Inggris, Pola penurunan kinerja pasca Seasoned Equity Offerings terjadi pula pada perusahaan-perusahaan di Jepang (Cai, 1996).

Sejumlah penelitian berpendapat bahwa Seasoned Equity Offerings acapkali dijadikan ajang pengambilan keuntungan oleh pihak manajemen perusahaan yang memiliki harapan lebih terhadap aksi tersebut. Hal ini dapat terjadi karena manajemen mempunyai informasi privat tentang kondisi perusahaan yang tidak diketahui oleh investor sehingga manajemen ingin mendapatkan keuntungan dari momentum aksi penawaran saham tambahan. Kondisi investor yang tidak dapat sepenuhnya mengetahui gambaran kondisi perusahaan dan ditambah dengan forecasting para analis di dalam prospektus perusahaan yang akan melakukan aksi penawaran saham tambahaan yang cenderung terlalu optimis memprediksi pertumbuhan serta prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Hal ini sesuai dengan pendapat Lin dan Mc Nichols (1998) dan Dechow, Hutton serta Sloan (2000) yang dalam penelitiannya menyatakan bahwa para analis umumnya dan analis perusahaan asuransi khususnya memberikan penilaian yang terlalu optimis terhadap prospek masa depan perusahaan setelah Seasoned Equity Offerings. Sedangkan investor nampaknya mempunyai keterbatasan kemampuan untuk meminimalkan dampak dari informasi asimetri tersebut pada saat akan akan merespon penawaran saham tambahan yang dilakukan.

Informasi asimetri (Asimmetry Information) terjadi antara manajemen dengan investor seperti yang dinyatakan oleh Guo dan Mech (2000) karena pada kenyataannya pihak manajemen memiliki informasi lebih banyak dan lebih akurat mengenai kondisi sebenarnya dari perusahaan yang mereka pimpin dan tidak terbatas hanya dari laporan keuangan yang dipublikasi. Keadaan inilah yang kemudian memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik dengan melakukan manipulasi terhadap kinerja keuangannya, baik sebelum maupun saat penawaran saham tambahan dilakukan (Rangan, 1998; Teoh et. al., 1998). Sebagai akibatnya, investor atau pasar saham menilai terlalu tinggi terhadap perusahaan (overvalued) kemudian harga saham perusahaan meningkat seiring dengan meningkatnya harapan investor terhadap kinerja perusahaan dan peluang memperoleh return dan dividen di masa yang akan datang. Namun faktanya setelah penawaran, harga dan volume perdagangan saham justru mengalami penurunan sehingga membentuk abnormal return negatif.

Hal yang menarik untuk dicermati dari berbagai hasil penelitian di atas adalah aksi Seasoned Equity Offerings berdampak pada kinerja perusahaan, dalam arti lain aksi penawaran saham tambahan diduga mempunyai kandungan informasi yang dapat mempengaruhi respon pasar. Nilai

perusahaan dan prospeknya di masa datang menjadi faktor yang sangat berpengaruh membentuk perilaku pasar (investor) dalam menanggapi aksi Seasoned Equity Offerings. Artinya pergerakan pasar saham yang diperdagangkan seputar Seasoned Equity Offerings merefleksikan reaksi investor terhadap pergerakan naik turunnya kinerja perusahaan atau laba perusahaan yang diinformasikan dalam laporan keuangan.

Penelitian tentang Seasoned Equity Offerings yang pernah dilakukan di Indonesia, diantaranya adalah oleh Susanto dan Handrisaktiyani (2005), Jannah dan Suryono (2016) serta Dewi, Wiksuana dan Rahyuda (2016) yang berhasil membuktikan bahwa kinerja perusahaan mengalami penurunan setelah aksi Seasoned Equity Offerings. Susanto dan Handrisaktiyani (2005) memberikan bukti empiris terjadinya penurunan kinerja keuangan perusahaan yang tercermin dari indikator berupa rasio CR, DER, NPM, ROA dan TAT. Sedangkan Jannah dan Suryono (2016) menggunakan rasio ROA, ROE dan NPM sebagai indikator kinerja perusahaan. Dalam penelitian lain, Dewi, Wiksuana dan Rahyuda (2016) membuktikan juga terjadinya penurunan pada rasio leverage.

Sedangkan pada penelitian Sunarjanto (2007) tidak menemukan adanya perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah Seasoned Equity Offerings. Indikator yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah rasio CR, DER, NPM dan ROI. Penemuan lain yang diperoleh dalam penelitian Dewi, Wiksuana dan Rahyuda (2016) juga membuktikan tidak adanya perbedaan nilai rasio TAT, ROE dan PER antara sebelum dengan sesudah Seasoned Equity Offerings, sedangkan rasio likuiditas menunjukkan peningkatan kinerja.

Perbedaan diantara hasil-hasil penelitian di atas dapat terjadi disebabkan karena rasio-rasio yang digunakan sebagai indikator kinerja keuangan berbeda-beda dan diduga disebabkan pula oleh penggunaan sampel yang relatif sedikit (kurang dari 30 sampel) dan dengan periode waktu amatan yang relatif pendek (kurang dari 3 tahun) sehingga generalisasi hasil penelitian tersebut masih perlu diperkuat dengan penelitian selanjutnya. Oleh karena itu, penelitian kali ini mencoba mengkaji ulang kinerja keuangan perusahaan-perusahaan seputar aksi seasoned equity offerings (SEO) yang diproksikan dalam bentuk rasio likuiditas, solvabilitas, kinerja, aktivitas dan rasio pertumbuhan dengan melibatkan jumlah sampel serta data observasi yang lebih banyak. Sehingga diharapkan penelitian ini dapat melengkapi dan memperkuat hasil-hasil penelitian sebelumnya. Pertanyaan yang diajukan dalam penelitian ini adalah apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan setelah melakukan aksi Seasoned Equity Offerings? Dan apakah kinerja keuangan perusahaan terindikasi mengalami penurunan setelah melakukan aksi Seasoned Equity Offerings?

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Seasoned Equity Offerings (SEO) atau disebut juga dengan seasoned new issues merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang terdaftar di pasar modal, di luar saham yang terlebih dahulu telah ditawarkan pada masyarakat investor melalui IPO (Initial Public Offerings). Seasoned Equity Offerings dapat dilakukan dalam bentuk-bentuk penawaran seperti; right issues yaitu kegiatan penawaran umum terbatas kepada pemegang saham lama dalam rangka penerbitan hak memesan saham terlebih dahulu. Saham ditawarkan kepada pemegang saham lama dengan harga tertentu. Kedua additional offerings yaitu saham ditawarkan kepada setiap investor (baru & lama) yang ingin membeli. Terbagi dalam dua bentuk yaitu partial listing dan company listing. Partial listing adalah pencatatan sebagian (partial) saham perusahaan atau pemegang saham lama di bursa sehingga dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Partial listing ini dapat dilakukan beberapa kali. Company listing adalah pencatatan semua saham milik perusahan atau pemegang saham lama di bursa sehingga dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Beberapa penelitian memasukkan placing sebagai salah satu bentuk Seasoned Equity Offerings juga, terutama penelitian yang dilakukan dengan menggunakan data dari bursa efek Inggris.

Idealnya penambahan modal yang diperoleh melalui Seasoned Equity Offerings mampu mewakili arah perkembangan struktur modal yang optimal dan lebih baik dan bukan sebaliknya. Sebagai hasilnya pengaruh penambahan modal diharapkan mampu memberikan dampak terhadap kinerja keuangan perusahaan ke arah yang positif. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2009) rasio

keuangan merupakan perangkat yang digunakan untuk menganalisis kondisi keuangan dan kinerja perusahaan. Perbandingan kinerja perusahaan dapat diketahui dengan cara menghitung berbagai rasio keuangannya. Analisis rasio keuangan dapat memberikan indikasi kekuatan dan kelemahan serta ukuran relatif operasional perusahaan. Pengukuran kinerja keuangan perusahaan melalui rasio keuangan merupakan analisa akurat yang merangkum data-data yang dilaporkan dalam laporan keuangan yang memiliki kemampuan uji banding antar periode, dan antar perusahaan. Secara umum kinerja keuangan perusahaan dapat diukur dengan empat kategori rasio yaitu; (1). rasio likuiditas, (2). rasio solvabilitas (leverage), (3). rasio kinerja, (4). rasio aktifitas atau profitabilitas dan beberapa rasio tambahan seperti rasio pertumbuhan (growth).

Kinerja keuangan perusahaan pasca aksi korporasi seperti Seasoned Equity Offerings memiliki tiga kemungkinan yaitu out performed, balance performed, dan under performed. Keadaan out performed akan terjadi apabila kinerja keuangan bergerak positif. Artinya rasio-rasio keuangan sesudah Seasoned Equity Offerings lebih baik dibandingkan sebelum Seasoned Equity Offerings. Sedangkan bila sebaliknya, maka terjadi under performed. Disebut balance performed atau kondisi netral, bilamana rasio-rasio sesudah Seasoned Equity Offerings tidak mengalami peningkatan atau penurunan yang signifikan.

Berdasarkan beberapa penelitian yang pernah dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang melakukan Seasoned Equity Offerings ternyata kinerja keuangannya menunjukkan penurunan (under performance) yang cukup siginifikan pasca Seasoned Equity Offerings. Penelitian Loughran dan Ritter (1995) serta Spiess dan Affleck-Graves (1995) membuktikan bahwa perusahaan yang melakukan Seasoned Equity Offerings menunjukkan kinerja di bawah standar selama 3-5 tahun setelah tanggal penawaran saham tambahan. Penemuan ini diperkuat oleh beberapa penelitian selanjutnya, seperti penelitian Loughran dan Ritter (2000) serta penelitian Jegadesh (2000).

Healy dan Palepu (1990), Hansen dan Crutchly (1990) serta Loughran dan Ritter meneliti kinerja operasi dari perusahaan Seasoned Equity Offerings. Mereka menemukan bahwa umumnya perusahaan secara substansial meningkatkan ukuran operasi pada tahun dilakukannya penawaran. Harga saham naik di tahun tersebut sebelum penawaran mencapai 72% dan mungkin lebih jika perusahaan mampu memperlihatkan peningkatan kinerja operasi. Namun kemudian, peningkatan kinerja operasi memburuk lebih rendah dibandingkan sebelum penawaran. Artinya peningkatan kinerja keuangan yang dilaporkan oleh perusahaan sebelum penawaran merupakan hasil manipulasi yang dilakukan oleh manajemen.

Konsep-konsep yang selama ini digunakan untuk menjelaskan fenomena penurunan kinerja keuangan perusahaan seputar Seasoned Equity Offerings diantaranya adalah agency theory. Morris (1987) menjelaskan fenomena penurunan kinerja keuangan pasca Seasoned Equity Offerings dengan menggunakan agency theory yaitu teori yang terfokus pada masalah yang muncul antara principal-agent dalam pemisahan kepemilikan dan kontrol terhadap perusahaan, manajemen perusahaan berusaha untuk memberikan kesan positif (windows dressing) kepada pasar tentang perusahaan yang dikelolanya. Kesan positif ini diwujudkan dalam bentuk kinerja keuangan yang meningkat sebelum penawaran saham tambahan dilakukan. Namun kesan positif ini dalam jangka panjang tidak bisa dipertahankan oleh manajemen, yang tercermin dari penurunan kinerja keuangan yang dilaporkan oleh perusahaan tersebut (Teoh et al, 1998).

Munculnya masalah antara principal-agent mengakibatkan terjadinya asimetri informasi antara investor dengan manajemen perusahaan. Walaupun investor mempunyai informasi cukup mengenai kondisi perusahaan yang melakukan Seasoned Equity Offerings, informasi asimetri (asimmetry information) tetap terjadi selama penawaran tersebut (Guo dan Mech, 2000). Kondisi inilah yang memotivasi manajemen untuk bersikap oportunistik untuk melakukan manipulasi terhadap kinerjanya, baik sebelum dan pada saat penawaran (Rangan, 1998; Teoh et al., 1998). Manipulasi yang dikenal dengan istilah earning management ini dalam jangka waktu tertentu akan menunjukkan penurunan kinerja (underperformance) setelah penawaran (McLaughin, 1996; Loughran dan Ritter, 1997; Teoh et al., 1998; Rangan, 1999). Asimmetry Information atau informasi asimetri merupakan informasi privat yang hanya dimiliki oleh manajemen dan sejumlah investor saja (Jogiyanto, 1998).

Konsep ini sejalan dengan pecking order theory yang dikembangkan oleh Myers (1984) dengan didasarkan pada kenyataan bahwa manajemen lebih tahu banyak tentang nilai dan proyek masa depan perusahaan dibandingkan dengan investor dan perusahaan dianggap bertindak memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham lama. Perusahaan cenderung memutuskan untuk mendapatkan pendanaan dari internal perusahaan dibandingkan dengan eksternal sehingga penawaran saham tambahan cenderung diprioritaskan kepada pemegang saham lama. Keputusan untuk menawarkan saham tambahan ini kemudian diinterpretasi oleh pasar sebagai suatu sinyal tertentu yang membutuhkan respon.

Laporan kinerja yang dilakukan oleh perusahaan melalui prospektus sebelum aksi korporasi dilakukan menimbulkan bias reaksi terhadap saham yang ditawarkan sehingga nilai saham perusahaan dapat meningkat tajam namun setelah penawaran saham tambahan dilakukan perusahaan tidak dapat menunjukkan kinerja keuangan yang lebih baik dibandingkan sebelum penawaran sehingga nilai saham perusahaan turun tajam sebagai bentuk reaksi kekecewaan pasar. Berdasarkan uraian di atas maka penelitian ini mengajukan hipotesis sebagai berikut:

Ha : Terdapat perbedaan yang signifikan kinerja keuangan perusahaan antara sebelum dengan sesudah melakukan Seasoned Equity Offerings.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan Seasoned Equity Offerings selama periode tahun 2008-2013 dan menggunakan data laporan keuangan periode 2005-2016 (3 periode sebelum, dan 3 periode sesudah Seasoned Equity Offerings).

Sampel diambil dengan teknik purposive random sampling untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan kriteria sebagai berikut; (1). perusahaan melakukan Seasoned Equity Offerings paling cepat 5 tahun setelah IPO. (2). aksi Seasoned Equity Offerings yang dilakukan oleh emiten merupakan aksi Seasoned Equity Offerings yang pertama kali dilakukan oleh perusahaan. (3). selama rentang 3 tahun sebelum dan 3 tahun setelah Seasoned Equity Offerings, perusahaan tidak melakukan aksi korporasi serupa. (4). tersedianya Laporan Keuangan yang dikeluarkan oleh perusahaan selama rentang 3 periode sebelum Seasoned Equity Offerings, dan 3 periode sesudah Seasoned Equity Offerings.

Variabel kinerja keuangan diproksikan dalam bentuk rasio-rasio keuangan yang merepresentasikan nilai likuiditas, pembiayaan (solvabilitas), kinerja, aktivitas dan pertumbuhan perusahaan seperti yang terlihat dalam Tabel (1).

Tabel 1. Variabel Penelitian

1. Rasio Likuiditas		
WCR	Working Capital Rasio adalah indikator yang mengukur kecukupan aset lancar suatu perusahaan yang dapat menutupi kewajiban lancarnya	$WCR = \frac{Aset\ Lancar}{Liabilitas\ Lancar}$
2. Rasio Pembiayaan (Solvabilitas)		
DER	Debt to Equity Ratio adalah indikasi besarnya hutang yang digunakan perusahaan untuk permodalannya dalam menjalankan bisnis. Mencakup short-term dan long term debt.	$DER = \frac{Total\ Liabilitas}{Total\ Ekuitas}$
3. Rasio Kinerja		
ROA	Return on Asset adalah indikator yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba	$ROA = \frac{Laba\ Bersih}{Total\ Aset}$

	dengan semua aktiva yang dimiliki	
ROE	Return on Equity adalah indikator yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan menggunakan modal sendiri	$ROE = \frac{Laba\ Bersih}{Total\ Ekuitas\ Pemegang\ Saham}$
4. Rasio Aktivitas		
ATO	Asset Turn Over adalah indikator yang mengukur besarnya pemanfaatan aset oleh perusahaan untuk dijadikan pendapatan.	$ATO = \frac{Pendapatan}{Total\ Aset}$
5. Rasio Pertumbuhan		
Growth	Growth adalah indikator yang mengukur pertumbuhan total aset perusahaan dibandingkan dengan periode sebelumnya	$Growth = \frac{(Total\ Aset_{t+0} - Total\ Aset_{t-1})}{Total\ Aset_{t-1}}$

Sebelum dilakukan uji beda, data-data yang diperoleh dalam penelitian ini diuji normalitasnya terlebih dahulu dengan menggunakan formulasi Kolmogorov-Smirnov dan Shapiro-Wilk. Hasil pengujian normalitas digunakan untuk menentukan pendekatan pengujian hipotesis. Hasil pengujian menunjukkan bahwa seluruh data observasi tidak berdistribusi normal sehingga pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan pendekatan non-parametrik.

Uji hipotesis untuk mengetahui perbedaan kinerja keuangan antara sebelum *Seasoned Equity Offerings* dengan sesudah *Seasoned Equity Offerings* dilakukan dengan menggunakan Wilcoxon Signed Rank Test. Sedangkan sebagai tambahan dalam penelitian ini dilakukan pula uji korelasi antar variabel menggunakan Spearman's-Rho untuk mengetahui hubungan antar variabel amatan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif dari data-data yang digunakan oleh penelitian ini terlihat dalam Tabel (2) dan Tabel (3). Tabel (2) memperlihatkan kondisi data-data rasio keuangan perusahaan sebelum *Seasoned Equity Offerings* (SEO).

Tabel 2.
Statistik Deskriptif Data Sebelum SEO

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev
WCR	3.4321	1.1900	0.08	95.37	10.9914
DER	7.8721	1.2550	-16.65	1,030.83	73.2903
ROA	-0.0202	0.0200	-9.87	2.63	0.72812
ROE	-180.22	7.9500	-36.975	328.62	2,628.45
ATO	0.6207	0.2800	0.00	4.72	0.77744
Growth	2.1220	0.2400	-21.71	267.15	20.0008

Sedangkan Tabel (2) memperlihatkan kondisi data-data rasio keuangan perusahaan sesudah *Seasoned Equity Offerings* (SEO). Dalam Tabel (2) dan (3) diketahui bahwa mean WCR, ROA, dan ROE sesudah *Seasoned Equity Offerings* lebih tinggi dibandingkan sebelum *Seasoned Equity Offerings*. Sedangkan *mean Growth*, DER dan *Asset Turnover* sesudah *Seasoned Equity Offerings* lebih rendah dibandingkan sebelum *Seasoned Equity Offerings*. Rentang data minimum dan maximum pada kedua tabel menunjukkan variasi nilai rasio yang cukup tersebar mewakili setiap

kondisi antar periode sebelum dan sesudah aksi *Seasoned Equity Offerings*.

Tabel 3.
Statistik Deskriptif Data Sesudah SEO

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev
WCR	5.3348	1.4100	0.12	247.12	18.7780
DER	2.3072	0.9350	-2.52	64.05	5.3541
ROA	0.0199	0.0300	-1.56	0.28	0.14652
ROE	2.8176	6.6000	-398.16	90.84	43.7637
ATO	0.5144	0.2500	0.00	3.47	0.65769
Growth	0.0733	0.7000	-76.08	57.17	8.46530

Pengujian data kinerja keuangan dilakukan menggunakan Wilcoxon Signed Rank Test dan memberikan hasil seperti yang terlihat dalam Tabel (4) dan Tabel (5) berikut ini :

Tabel 4.
Ranks

	WCR	DER	ROA	ROE	ATO	Growth
Negative Ranks	73[a]	123[a]	70[a]	97[a]	153[a]	118[a]
Positive Ranks	127[b]	74[b]	97[b]	101[b]	32[b]	80[b]
Ties	1[c]	1[c]	34[c]	0[c]	16[c]	0[c]
Total	201	198	201	198	201	198

a. Sesudah < Sebelum
b. Sesudah > Sebelum
c. Sesudah = Sebelum

Tabel 5.
Signifikansi dan Interpretasi Hasil

Variabel	N	Z	Sig	Interpretasi
WCR	201	-4.039	0.000	Ha Diterima
DER	198	-2.465	0.014	Ha Diterima
ROA	201	-1.329	0.184	Ha Ditolak
ROE	198	-0.300	0.764	Ha Ditolak
ATO	201	-9.505	0.000	Ha Diterima
Growth	198	-2.214	0.027	Ha Diterima

Berdasarkan Tabel (5) diketahui bahwa terdapat perbedaan nilai sebelum dan sesudah Seasoned Equity Offerings pada rasio WCR DER, Asset Turnover dan Growth sehingga dapat dinyatakan bahwa Ha diterima. Sedangkan rasio ROA, dan ROE tidak memiliki perbedaan yang signifikan antara sebelum dengan sesudah Seasoned Equity Offerings sehingga Ha ditolak.

Apabila dikaji lebih lanjut, mean rasio WCR menunjukkan peningkatan nilai setelah Seasoned Equity Offerings, peningkatan rasio WCR setelah Seasoned Equity Offerings mengindikasikan likuiditas yang membaik artinya dengan diperolehnya tambahan modal maka kecukupan aset (likuiditas) perusahaan untuk menutupi kewajiban lancarnya mengalami peningkatan. Bukti empiris ini merupakan hal yang wajar terjadi mengingat perusahaan mendapatkan suntikan dana segar yang

mampu memperbaiki tingkat likuiditas perusahaan setelah penawaran saham tambahan.

Di sisi lain, rasio DER setelah Seasoned Equity Offerings mengalami penurunan nilai namun hal ini mengindikasikan kemampuan yang baik karena setelah memperoleh modal tambahan maka perusahaan memiliki kemampuan untuk melunasi hutang yang digunakan untuk permodalan perusahaan. Penambahan saham mengakibatkan struktur pembiayaan perusahaan berubah melalui pengurangan dana yang bersumber dari hutang menjadi berbentuk modal saham.

Penurunan rasio DER tidak diikuti oleh peningkatan rasio ROA dan ROE. Rasio ROA, ROE sebelum dan sesudah Seasoned Equity Offerings tidak berbeda secara signifikan. Walaupuan demikian rasio ROA dan ROE sesudah Seasoned Equity Offerings terlihat memiliki kecenderungan (trend) meningkat. Peningkatan rasio ROA memberikan bukti membaiknya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan semua aktiva yang dimiliki. Namun terdapat temuan yang menarik dari penelitian ini yaitu angka rasio ROA sesudah Seasoned Equity Offerings lebih rendah dibandingkan dengan angka rasio ROE sesudah Seasoned Equity Offerings. Padahal sebelum Seasoned Equity Offerings angka rasio ROA lebih tinggi dibandingkan rasio ROE. Hal ini menunjukkan bahwa modal tambahan yang diperoleh melalui Seasoned Equity Offerings digunakan oleh perusahaan untuk melunasi hutang yang jatuh tempo untuk kemudian mengajukan hutang lagi yang jumlah lebih besar dibandingkan sebelumnya. Fakta ini memperkuat konsep windows of opportunity dan agency theory yang digunakan dalam penelitian ini.

Dari indikator lain diketahui bahwa kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aset untuk memperoleh pendapatan mengalami penurunan. Hal ini terlihat pada angka rasio Asset Turnover perusahaan setelah Seasoned Equity Offerings yang menurun. Bukti empiris ini mendukung hasil penelitian Jatmiko (2017) yang juga membuktikan bahwa rasio Asset Turnover perusahaan mengalami penurunan setelah penawaran saham tambahan dilakukan. Penurunan kinerja lainnya terdeteksi pula pada rasio Growth perusahaan, artinya tingkat pertumbuhan perusahaan sesudah Seasoned Equity Offerings mengalami penurunan dibandingkan sebelum Seasoned Equity Offerings.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa tambahan modal yang diperoleh perusahaan setelah Seasoned Equity Offerings mampu meningkatkan likuiditas, solvabilitas dan kinerja perusahaan, namun menurunkan tingkat aktivitas dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Selain itu, penambahan modal yang diperoleh perusahaan lebih banyak digunakan untuk melunasi hutang yang jatuh tempo dibandingkan untuk menambah modal operasional perusahaan dan kondisi ini bertolak belakang dengan harapan investor. Fakta itu terjadi sebagai dampak dari conflict of interest antara perusahaan dengan investor dan adanya keingingan manajemen untuk mengambil keuntungan saat investor menilai overvalued terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini semakin memperkuat agency theory dan konsep windows of opportunity yang dijadikan sebagai dasar teori dalam penelitian ini dan penelitian-penelitian terdahulu.

Pengujian tambahan dilakukan untuk mengetahui korelasi antar rasio dengan menggunakan metode Spearman-Rho dan menghasilkan kesimpulan seperti yang terlihat dalam Tabel (6) berikut ini.

Tabel 6.
Korelasi Bivariate

	WCR	DER	ROA	ROE	ATO
DER	-.034				
ROA	.228**	.080			
ROE	.021	.222**	.059		
ATO	.005	-.082	.010	.079	
Growth	.008	.105*	-.017	.263**	.016

**, * menunjukkan koefisien signifikansi pada level 0.05 dan 0.1

Dalam Tabel (6) dapat diketahui bahwa rasio DER berkorelasi negatif dengan rasio WCR artinya peningkatan rasio WCR berhubungan dengan penurunan rasio DER namun korelasi tersebut tidak cukup kuat. Sedangkan rasio ROA berkorelasi positif signifikan dengan rasio WCR artinya peningkatan rasio WCR berhubungan positif dengan rasio ROA. Di sisi lain, ROE berkorelasi positif dengan DER, artinya peningkatan rasio ROE berhubungan dengan peningkatan rasio DER. Sedangkan Rasio Growth berkorelasi positif dengan DER dan ROE. Sehingga dapat disimpulkan bahwa peningkatan pada rasio Growth berhubungan positif dengan peningkatan pada rasio DER dan ROE.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan antara sebelum Seasoned Equity Offerings dengan sesudah Seasoned Equity Offerings yang diindikasikan melalui peningkatan rasio WCR, dan penurunan rasio DER, Asset Turnover dan Growth. Peningkatan rasio WCR, dan penurunan rasio DER merupakan bentuk kinerja keuangan yang baik dari perusahaan tetapi penurunan rasio Asset Turnover dan Growth menunjukkan kinerja keuangan yang kurang baik dari perusahaan. Sedangkan rasio ROA dan ROE tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.

Implikasi teoritis dari hasil penelitian ini adalah berupa penguatan agency theory dalam menjelaskan fenomena penurunan kinerja perusahaan pasca aksi korporasi khususnya dalam bentuk penawaran saham tambahan yang dilakukan oleh perusahaan. Terjadinya conflict of interest antara principal dan agent mendorong manajemen untuk melakukan sejumlah praktik manipulasi laporan keuangan khususnya yang menunjukkan kinerja dan tingkat pertumbuhan perusahaan dengan tujuan memunculkan kesan positif investor terhadap kinerja perusahaan sebelum melakukan penawaran saham tambahan. Sedangkan implikasi secara praktis, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan investor dalam mengambil keputusan investasi ke sebuah perusahaan khususnya melalui Seasoned Equity Offerings.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah pengujian yang dilakukan hanya melibatkan 67 sampel dan hanya pada perusahaan-perusahaan di Indonesia saja sehingga generalisasi hasil masih kurang luas. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya dapat melibatkan sampel yang lebih banyak dan melibatkan perusahaan-perusahaan di negara lain agar generalisasi hasil menjadi lebih luas dan dapat semakin memperkuat hasil yang diperoleh. Kemudian pengujian dalam penelitian ini hanya membandingkan kinerja perusahaan antar periode sehingga tidak dapat diketahui pengaruh kelompok industri terhadap kinerja tersebut, oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat membandingkan kinerja perusahaan dengan kinerja perusahaan lain dalam kelompok industri yang sama.

REFERENSI

Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton dan Richard G. Sloan. 2010. The Relation between Analysis Forecast of Long Term Earning Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings. Contemporary Accounting Research. Volume 17(1). 27 April 2010: 193-225.

Dewi, Ade Kusuma. Wiksuana, I Gusti Bagus dan Rahyuda, Henny. 2016. Studi Seasoned Equity Offerings pada Perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia. E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana. Volume 5. Nomor 11: 3561-3588.

Guo, Lin, dan Timoty S. Mech. 2000. Conditional Event Study, Anticipation and Asymmetric Information: The Case of Seasoned Equity Issues and Pre-issue Information Releases, Journal of Empirical Finance, Volume 7.(2). Agustus 2000: 113-141.

Healy, Paul, and James Wahlen. 1999. A Review of The Earnings Management Literature and It's Implication for Standard Setting. Accounting Horizons, 13(4). December 1999 : 365-383.

Horne, James C. Van., dan John M. Wachowicz, Jr. 2012. Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan. Edisi 13. Jakarta: Salemba Empat.

Jatmiko, Bambang. 2017. The Analysis of Financial Performance Before and After Right Issue Repository UMY. Diakses pada: http://repository.umy.ac.id/handle/123456789/1334

Jannah, Ika Miftahul dan Bambang Suryono. 2016. Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Seasoned Equity Offerings. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi. Volume 5. Nomor 9. September 2016 : 1-19.

Jegadeesh, N. 2000. Long-term Performance of Seasoned Equity Offerings: Benchmark Errors and Biases in Expectations. Financial Management, Volume 29: 5-30.

Jogiyanto. 1998. Teori Portofolio and Analisis Investasi. Yogyakarta: Penerbit BPFE.

Lee, I. 1997. Do Firms Knowingly Sell Overvalued Equity?. Journal of Finance. Volume 55: 1439-1466.

Levis, M. 1993. The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-88. Financial Management. Volume 22: 28-41.

Lin, Hsiou-Wei dan McNichols, Maureen F. 1998. Underwriting Relationship, Analysis's Earning Forecast and Investment Recommendations, Journal of Accounting and Economics, Volume 25: 101-127.

Loughran, T. dan J.R. Ritter. 1997. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings, The Journal of Finance. Volume 52(5) Desember 1997: 1823-1850.

Loughran, T., dan J. R. Ritter 2000. Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency, Journal of Financial Economics. Volume (55): 361-389.

Marsh, Paul. 1979. Equity Rights Issues and The Efficiency of The UK Stock Market. The Journal of Finance. Volume (34) 4: 839-860.

McLaughlin, R., Assem Safieddine. and Gopala K. Vasudevan. 1996. The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post Issue Performance. Financial Management, (25) 4: 41-53.

Morris, Richard D. 1987. Signalling Agency Theory and Accounting Policy Choice, Accounting and Business Research, Volume (18) 69: 47-56.

Myers, S. dan N. Maljuf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics, Volume (13): 187-222.

Rangan, Srinivasan. 1998. Earnings Management and The Performance of Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial Economics. Volume (50) 1:101-122.

Salim, Jihan. 2015. Pengaruh Leverage (DAR, DER, dan TIER) Terhadap ROE Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014. Perbanas Review. Volume (1) 1:19-34.

Spiess, D.K. dan J. Affeck-Graves. 1995. Underperformance in Long-Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial Economics. Volume (38): 243-267.

Sunarjanto, Agus N. 2007. Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Sebelum dan Sesudah Seasoned Equity Offerings di Bursa Efek Jakarta. Jurnal Organisasi dan Manajemen. Volume (3) 1: 45-88.

Susanto, Barkah., dan Handrisaktiyani Vian., 2005. Analisis Seasoned Equity Offerings (SEO) Terhadap Penurunan Kinerja Pasca Penawaran. Jurnal Analisis Bisnis & Ekonomi. Volume (3) 2:135-149.

Teoh, Siew Hong. Ivo Welch and T.J. Wong. 1998. Earnings management and The Underperformance of Seasoned Equity Offerings. Journal of Financial Economics, Volume (50): 63-99.

Teoh, Siew Hong., T.J. Wong and Rao Gita. 1998. Are Accruals During an Initial Public Offering Opportunistic?. Review of Accounting Studies. Volume (3) 1-2: 175-208.