

SEASONED EQUITY OFFERINGS:
ANTARA AGENCY THEORY, WINDOWS OF OPPORTUNITY, DAN PENURUNAN
KINERJA

H. SRI SULISTYANTO
Fakultas Ekonomi Unika Soegijapranata Semarang

HARIS WIBISONO
Fakultas Ekonomi Universitas Mandala Madiun

Jurnal Simposium Nasional Akuntansi 6

Downloaded from:

The logo for EkyDakka.Com features the text 'EkyDakka.Com' in a stylized, blocky font. Each letter is contained within a separate, slightly overlapping rectangular block of a different color: 'E' is green, 'k' is brown, 'y' is brown, 'D' is teal, 'a' is teal, 'k' is purple, 'a' is purple, '.' is purple, 'C' is red, 'o' is red, and 'm' is red. The blocks are arranged in a slightly staggered, horizontal line.

visit : www.facebook.com/ekydakcablog

**SEASONED EQUITY OFFERINGS:
ANTARA AGENCY THEORY, WINDOWS OF OPPORTUNITY, DAN PENURUNAN KINERJA**

H. SRI SULISTYANTO

Fakultas Ekonomi Unika Soegijapranata Semarang

HARIS WIBSONO

Fakultas Ekonomi Universitas Mandala Madiun

ABSTRACT

Performance declining after seasoned equity offerings can be explained by agency theory and windows of opportunity concepts. Those concepts show the management opportunistic behavior because of asymmetric information happened between 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 research will prove the declining of performance because of the management opportunistic behavior. This research uses the data of firms which do the seasoned equity offerings on Jakarta Stock Exchange, in 1994-1997 periods. Using the modified Jones model, discretionary accrual as the proxy of management opportunistic behavior is measured to prove that prejudice.

Keywords: *seasoned equity offerings, agency theory, windows of opportunity, discretionary accruals.*

1. Latar Belakang

Seasoned equity offerings merupakan penawaran ekuitas tambahan yang dilakukan perusahaan *public*, diluar ekuitas yang ditawarkan kepada masyarakat melalui *initial public offerings* (Megginson, 1997). Selain untuk membiayai kegiatan operasionalnya, penawaran ekuitas ini dilakukan perusahaan untuk mencari tambahan dana yang akan digunakan untuk tambahan investasi atau membayar hutangnya yang jatuh tempo. *Seasoned equity offerings*, pada intinya, dapat dilakukan dengan dua cara, *pertama*, melalui mekanisme *right issue*, yaitu menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli ekuitas tambahan tersebut dengan harga tertentu dan pada saat tertentu. Mekanisme ini biasa dilakukan oleh perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, dengan tujuan untuk melindungi kepentingan pemegang saham lama agar dapat mempertahankan proporsi kepemilikannya sama seperti sebelum penawaran ekuitas ini (*preemptive right*) (Eckbo & Masulis, 1992; Jones, 2000). *Kedua*, melalui mekanisme *second offerings*, *third offerings*, dan seterusnya, yaitu menjual ekuitas tambahan tersebut tidak hanya kepada pemegang saham lama tetapi juga kepada setiap investor di pasar yang ingin membelinya (Megginson, 1997).

Seperti halnya dalam *initial public offerings*, fenomena asimetri informasi (*information asymmetry*) dan penurunan kinerja (*underperformance*) juga terjadi dalam *seasoned equity offerings* ini (Guo & Mech, 2000). Alderson & Betker (1997) dan Trail & Vos (2001) menjelaskan fenomena tersebut dengan menggunakan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity*. Dalam konsep *agency theory*, asimetri informasi tersebut mendorong dan memotivasi manajer untuk bersikap oportunistik, yaitu memanipulasi informasi kinerja yang dipublikasikannya agar saham yang ditawarkannya direspon secara positif oleh pasar dengan tujuan untuk meningkatkan *issue fully subscribed* (Rangan, 1998; Teoh *et al.*, 1998). Shivakumar (2000) juga menunjukkan bahwa manajer telah melakukan *overstate* terhadap *earnings* sebelum melakukan pengumuman *seasoned equity offerings*. Namun, manipulasi yang dikenal dengan istilah *earnings management* ini tidak dapat dipertahankan perusahaan dalam jangka panjang dan mengakibatkan penurunan kinerja (*underperformance*) pasca penawaran (McLaughlin, 1996; Loughran & Ritter, 1997; Rangan, 1998; Teoh *et al.*, 1998). Sejalan dengan konsep *agency theory*, Alderson & Betker (1997) dan Trail & Vos (2001) menjelaskan penurunan kinerja tersebut dengan menggunakan konsep *windows of opportunity*, yaitu konsep yang menjelaskan sikap oportunistik manajer dengan mengeluarkan ekuitas tambahan pada saat mengetahui bahwa pasar telah menilai perusahaannya terlalu tinggi (*overvalued*). Padahal dalam jangka panjang penilaian tersebut tidak bisa dipertahankan karena pasar melakukan koreksi terhadap "kesalahannya", yang mengakibatkan harga saham perusahaan akan turun secara signifikan. Sedangkan Denis & Sarin (1999) dan Shivakumar (2000) menyimpulkan rendahnya kinerja pasca penawaran tersebut disebabkan pengukuran *earnings* yang "tidak tepat" (*overstate*). Kondisi

ini mempengaruhi interpretasi investor dan mengakibatkan *overoptimism* dalam meramalkan *earnings* perusahaan masa depan.

Penelitian mengenai *seasoned equity offerings* telah beberapa kali dilakukan di Indonesia (Harto, 2001; Candy, 2002; Sulistyanto & Midiastuti, 2002). Harto (2001) menyimpulkan bahwa perusahaan yang melakukan *right issue* mengalami penurunan kinerja operasi, keuangan, dan saham selama tiga tahun pasca penawaran. Sedangkan Candy (2002) dengan memperluas sampel yang digunakannya, yaitu seluruh perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings*, menyimpulkan bahwa perusahaan mengalami penurunan kinerja operasi selama tiga tahun pasca penawaran. Sejalan dengan penelitian Candy (2002) tersebut, Sulistyanto & Midiastuti (2002) menambahkan bahwa perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* tidak hanya mengalami penurunan kinerja operasi, tetapi juga kinerja saham selama tiga tahun pasca penawaran. Sebagai tambahan, ketiga penelitian tersebut menduga bahwa penurunan kinerja pasca penawaran tersebut diakibatkan manipulasi kinerja yang dilakukan manajer menjelang penawaran, namun belum secara khusus membuktikan dugaan tersebut. Sehingga atas dasar alasan tersebut serta sejalan dengan penelitian Alderson & Betker (1997) dan Trail & Vos (2001) penelitian ini akan menguji apakah penurunan kinerja pasca *seasoned equity offerings* diakibatkan oleh sikap oportunistik manajer yang disebabkan *agency problem* dan *windows of opportunity*.

2. Perumusan Masalah

Penelitian mengenai *seasoned equity offerings* di Indonesia berhasil membuktikan adanya penurunan kinerja pasca penawaran, walaupun secara khusus belum mengidentifikasi penyebab terjadinya penurunan kinerja tersebut (Harto, 2001; Candy, 2002; Sulistyanto & Midiastuti, 2002). Secara teoritis penurunan kinerja pasca *seasoned equity offerings* dapat dijelaskan dengan menggunakan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity*. Dalam *agency theory* penurunan kinerja tersebut disebabkan oleh sikap oportunistik manajer yang melakukan manipulasi *income increasing* karena terjadinya asimetri informasi pada saat penawaran agar penawarannya dinilai secara positif oleh pasar. Manipulasi ini dalam jangka panjang tidak dapat diteruskan sehingga akan mengakibatkan kinerja keuangan mengalami penurunan. Sedangkan dalam konsep *windows of opportunity*, penurunan kinerja tersebut disebabkan sikap oportunistik manajer yang memanfaatkan "kesalahan" pasar dalam menilai perusahaan (*overvalued*). Namun dalam jangka panjang pasar akan mengetahui kekeliruannya dan melakukan koreksi yang mengakibatkan perusahaan mengalami penurunan kinerja. Maka atas dasar uraian tersebut, masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: "Apakah jika manajer bersikap oportunistik perusahaan akan mengalami penurunan kinerja pasca penawaran?"

3. Tujuan Penelitian

Penurunan kinerja pasca *seasoned equity offerings* dapat dijelaskan dengan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity*, yaitu konsep yang menjelaskan sikap oportunistik manajer yang didorong asimetri informasi yang ada menjelang penawaran tersebut. Namun, dalam jangka panjang sikap oportunistik tersebut tidak mungkin dilanjutkan dan akan mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan, baik kinerja keuangan maupun kinerja saham. Sehingga atas dasar uraian tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mencari bukti empiris bahwa jika manajer perusahaan bersikap oportunistik maka kinerja perusahaan akan mengalami penurunan pasca penawaran.

4. Telaah Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Penurunan kinerja (*underperformance*) pasca *seasoned equity offerings* seolah telah menjadi pola baku (Denis, 1994; Loughran & Ritter, 1997; Nassiripour *et al.*, 1998; Rangan, 1998; Teoh, *et al.*, 1998; Espenlaub, 1999; Shivakumar, 2000). Bukti empiris menyimpulkan adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengeluaran ekuitas baru tersebut. Pillote (1992) melaporkan bahwa pengaruh kesempatan bertumbuh akan menjadi faktor yang menimbulkan reaksi pasar yang positif. Cooney & Kalay (1993) dengan menggunakan model yang didasarkan pada *pecking order hypothesis* melaporkan adanya reaksi pasar yang positif terhadap pengumuman *seasoned equity offerings* oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi. Respon pasar yang berbeda tersebut tentu dipengaruhi oleh alasan perusahaan dalam melakukan *seasoned equity offerings*, misalnya untuk memperkuat struktur modal, melakukan investasi yang membutuhkan dana besar, dan membiayai hutang yang telah jatuh tempo. Walau dengan

alasan penawaran yang berbeda, *seasoned equity offerings* yang dilakukan perusahaan selalu akan diikuti dengan penurunan kinerja dalam jangka panjang. Beberapa penelitian menghubungkan penurunan kinerja tersebut dengan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity* (Traill & Vos, 2001; Alderson & Betker, 1997).

Secara konseptual, dalam *agency theory*, manajer memanfaatkan asimetri informasi karena kesuperiorannya dalam menguasai informasi dibandingkan pasar. Atau dengan kata lain, penurunan kinerja perusahaan tersebut berkaitan dengan sikap oportunistik manajer untuk memanfaatkan kesempatan yang ada, meski dalam jangka panjang manajer akan kehilangan kendali atas keunggulannya, yang terefleksi dalam penurunan kinerja perusahaannya. Menariknya, walau di pasar tersedia informasi mengenai perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings*, asimetri informasi (*information asymmetry*) tetap terjadi pada penawaran ini. Hal inilah yang mendorong dan memotivasi manajer untuk bersikap oportunistik, yaitu melakukan manipulasi terhadap kinerja yang dipublikasikannya agar mempunyai kesempatan memiliki *issue fully subscribed* (Teoh *et al.*, 1998). Bahkan Richardson (1998) mencatat bahwa semakin besar asimetri informasi yang terjadi, semakin besar pula praktik manipulasi yang dilakukan perusahaan. Sedangkan Chambers (1999) menilai sikap oportunistik manajer sebagai sikap curang (*fraud*) dalam melaporkan kinerjanya dengan tujuan menyesatkan investor menilai saham yang ditawarkan. Namun sikap curang tersebut tidak mungkin dapat dilanjutkan dalam jangka panjang, sehingga pasca penawaran perusahaan akan mengalami penurunan kinerja (*underperformance*) (McLaughlin, 1996; Alderson & Betker, 1997; Laughran & Ritter, 1997; Traill & Vos, 2001).

Secara definitif manipulasi ini merupakan upaya manajer untuk menggunakan keputusan tertentu dalam melaporkan transaksi atau untuk mengubah laporan keuangan yang bertujuan menyesatkan pemakai laporan keuangan yang ingin mengetahui kinerja perusahaan atau untuk mempengaruhi hasil kontraktual yang mengandalkan angka-angka akuntansi yang dilaporkan (Healy & Wahlen, 1998; DuCharme *et al.*, 2000). Manipulasi terhadap kinerja menjelang *seasoned equity offerings* merupakan penjelasan yang logis mengapa perusahaan tidak mampu mempertahankan kinerjanya. Manajer melakukan manipulasi dengan menggunakan *discretionary accrual*, yaitu kebijakan akuntansi yang memberikan keleluasan pada manajemen untuk menentukan jumlah transaksi akrual secara fleksibel. Atau dengan kata lain, metode *discretionary accruals* memberi peluang kepada manajer untuk memperbaiki profil laba sesuai dengan keinginannya (Friedlan, 1994). Manipulasi yang dikenal dengan istilah *earnings management* ini merupakan refleksi sikap oportunistik manajer untuk memperoleh keuntungan bagi dirinya sendiri. Sehingga peningkatan laba (*income increasing*) menjelang penawaran, memuncak pada saat penawaran dan menurun setelah penawaran (*underperformance*) mengindikasikan sikap oportunistik manajer untuk menaikkan harga saham yang ditawarkannya (Teoh *et al.*, 1998; McLaughlin *et al.*, 1996; Alderson & Betker, 1997; Dubois & Jeanneret, 2000; Kim & Shin, 2001).

Sejalan dengan penelitian-penelitian di atas, beberapa studi lain melakukan pengujian apakah manajer yang melakukan *seasoned equity offerings* bersikap oportunistik dengan "mengambil" keuntungan dari *windows of opportunity*, yang disebabkan adanya asimetri informasi (*information asymmetry*) antara manajer dan pasar. Jindra (2000) mencatat bahwa: (1) kebanyakan perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* pada saat ekuitasnya *overvalued*, (2) puncak *overvaluation* adalah pada saat penawaran, dan (3) kesalahan estimasi penilaian secara signifikan berkaitan dengan probabilitas bahwa perusahaan akan melakukan *seasoned equity offerings*. Sementara Espenlaub (1999) melaporkan bahwa manajer bersikap oportunistik dengan memanfaatkan *windows of opportunity* ketika mengetahui investor *overoptimism* terhadap nilai penawaran *seasoned equity offerings* tersebut. Hal ini merupakan indikasi terjadinya asimetri informasi antara manajer dan investor, sehingga manajer mempunyai kecenderungan untuk mengelola akrualnya untuk menaikkan laba sebelum menawarkan ekuitasnya. Walaupun dalam jangka pendek perusahaan masih mempunyai kemampuan untuk mempertahankan *overperformance*-nya, dalam jangka panjang kinerja perusahaan akan menurun secara signifikan. Kondisi ini juga mengindikasikan bahwa pasar inefisien secara informatif dan merupakan subyek "permainan" (*fad*) para pelakunya (Espenlaub, 1999). Traill & Vos (2001) menjelaskan penurunan kinerja perusahaan yang melakukan penawaran saham tambahan dapat dijelaskan dalam kerangka *windows of opportunity*. Lebih lanjut dijelaskan bahwa penurunan kinerja disebabkan manajer bersikap oportunistik dengan memanfaatkan keuntungan dari *windows of opportunity* jangka pendek (*transitory*) dengan mengeluarkan ekuitas baru ketika pasar secara substantif menilai perusahaan tersebut terlalu tinggi (*overvalued*). Hal ini konsisten dengan konsep asimetri

informasi antara manajer dan pasar, yaitu konsep yang menjelaskan keuntungan manajer karena menguasai informasi *private* lebih banyak dibanding investor, sehingga manajer hanya akan mengeluarkan ekuitas tambahan jika manajer percaya bahwa nilai perusahaannya *overvalue*. Jadi, jika kinerja jangka panjang perusahaan merupakan refleksi dari kegagalan pasar dalam mengumpulkan informasi yang disampaikan pada saat pengumuman, maka perusahaan yang memanfaatkan *windows of opportunity* hanya menerima manfaat ketika pasar belum melakukan koreksi terhadap pengumuman tersebut. Maka atas dasar uraian di atas, hipotesis kedua dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_a : Jika manajer bersikap oportunistik, maka perusahaan akan mengalami penurunan kinerja pasca penawaran.

H_b : Penurunan kinerja pasca penawaran secara signifikan disebabkan oleh manipulasi yang dilakukan manajer.

5. Metodologi Penelitian

5.1. Sumber Data dan Sampel Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder yang diambil dari laporan keuangan (*annual report*) dan harga saham penutupan bulanan (*monthly closing price*) perusahaan yang melakukan *seasoned equity offerings* periode 1994-1997 di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Data dibutuhkan selama tiga tahun sebelum *seasoned equity offerings* (1991-1993) dan tiga tahun sesudah *seasoned equity offerings* (1998-2000). Perusahaan yang masuk sebagai sampel dipilih dari perusahaan non lembaga keuangan untuk mengantisipasi kemungkinan pengaruh regulasi tertentu yang dapat mempengaruhi variabel penelitian. Selain itu, pemisahan ini bertujuan untuk menghindari terjadinya *industrial effect* antar industri yang berbeda.

TABEL 1
Sampel Penelitian

Identifikasi Perusahaan	Jumlah
Perusahaan melakukan <i>seasoned equity offerings</i> 1994-1997	43
Perusahaan lembaga keuangan	(11)
Data tidak lengkap	(4)
Jumlah Sampel	28

5.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

A. Kinerja

Kinerja dalam penelitian ini diproksikan sebagai kinerja keuangan dan kinerja saham. Kinerja keuangan merefleksikan kinerja fundamental perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan data fundamental perusahaan, yaitu data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan. Sesuai dengan penelitian Teoh *et al.* (1997; 1998) maka kinerja keuangan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan rasio antara *net income* dan penjualan bersih (*sales*). Pemakaian dua item ini karena item ini secara langsung terpengaruhi oleh manipulasi yang dilakukan manajer.

Sedangkan kinerja saham akan mengindikasikan kinerja pasar perusahaan dan akan diukur dengan menggunakan nilai pasar saham perusahaan yang beredar di pasar modal. Sesuai dengan penelitian Harto (2001) dan Teoh *et al.* (1997; 1998) kinerja saham diukur dengan menggunakan tingkat pengembalian (*return*). *Return* 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 (Hartono, 2000).

B. Akrua

Penelitian ini menggunakan *discretionary accruals* sebagai proksi sikap oportunistik manajer dan dihitung dengan menggunakan *modified jones model* (Dechow *et al.*, 1995). Model ini dipilih karena merupakan model yang paling baik dalam mendeteksi *earnings management* dan memberikan hasil paling *robust* (Guay *et al.*, 1996; Teoh *et al.*, 1998; Rajgopal *et al.*, 1999). *Total accruals* dihitung dari selisih antara *net income* dan *cash flow from operations*. Total akrual tersebut akan dipecah mejadi empat komponen utama akrual, yaitu *discretionary current accruals* (DCA), *discretionary long-term accruals* (DLTA), *nondiscretionary current accruals* (NDCA), dan *nondiscretionary long-term accruals* (NDLTA). DCA

dan NDCA merupakan akrual yang berasal dari aktiva lancar (*current assets*), sedangkan DLTA dan NDLTA merupakan akrual yang berasal dari aktiva tidak lancar (*fixed assets*)

$$AC = \text{Net income} - \text{Cash flows from operations}$$

Current accruals (CA) didefinisikan sebagai perubahan dalam *noncash current assets* dikurangi perubahan dalam *operating current liabilities* dan dihitung sebagai berikut:

$$CA = \Delta (\text{current assets-cash}) - \Delta (\text{current liabilities-current maturity of long-term debt})$$

Nondiscretionary current accruals (NDCA) merupakan *accruals* yang diekspektasi dengan menggunakan *modified Jones model*. *Expected current accruals* sebuah perusahaan ditahun tertentu diestimasi dengan menggunakan *cross-sectional ordinary least square* (OLS) *regression* terhadap *current accruals* dan perubahan penjualan.

$$\frac{CA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

Nondiscretionary current accruals (NDCA) dihitung sebagai berikut:

$$NDA_{i,t} = a_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + a_2 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

Dimana: a_0 = *Estimated intercept* untuk perusahaan *i* pada tahun *t*
 a_1 = *Slope* untuk perusahaan *i* pada tahun *t*
 $TA_{i,t-1}$ = *Total assets* pada periode *t-1*
 $\Delta Sales$ = Perubahan penjualan
 ΔTR = Perubahan dalam piutang dagang

Discretionary current accruals (DCA) untuk sebuah perusahaan pada tahun tertentu dihitung sebagai berikut:

$$DCA_{i,t} = \frac{CA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDCA_{i,t}$$

Untuk menghitung *discretionary* dan *nondiscretionary long-term accruals* (DLTA dan NDLTA), harus menghitung *discretionary* dan *nondiscretionary total accruals* (DTA dan NDTA). *Discretionary total accruals* (NDTA) sebuah perusahaan ditahun tertentu dihitung meregresi *total accruals* (AC) sebagai dependen variabel dan *gross property, plant, and equipment* (PPE) sebagai *additional explanatory variable*.

$$\frac{AC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \hat{b}_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_1 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

Nondiscretionary total accruals (NDTA) dihitung sebagai berikut:

$$NDTA_{i,t} = \hat{b}_0 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_1 \left(\frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta TR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \hat{b}_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

Dimana: \hat{b}_0 = Estimated intercept perusahaan i pada tahun t
 \hat{b}_1, \hat{b}_2 = Slope untuk perusahaan i pada tahun t
 PPE = Gross property, plant, and equipment
 $TA_{i,t-1}$ = Total assets pada periode $t-1$

A. Analisis Deskriptif. Analisis deskripsi digunakan untuk mengetahui nilai statistik variabel penelitian yang dipakai. Analisis ini bertujuan untuk mengetahui dan membuktikan pola kinerja dan *discretionary accruals* yang terjadi selama periode pengamatan, yaitu peningkatan menjelang penawaran, memuncak pada saat penawaran, dan menurun pasca penawaran. Jika nilai *discretionary accruals* positif mencerminkan manipulasi yang dilakukan manajer berpola *income increasing*, namun jika negatif maka mencerminkan manipulasi *income decreasing*.

B. Uji Statistik. Uji statistik digunakan untuk menentukan keputusan menerima atau menolak hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Uji statistik yang dilakukan adalah dengan menggunakan uji regresi, yang akan menguji apakah variabel dependen (penurunan kinerja keuangan dan keuangan pasca penawaran) akan dipengaruhi variabel independennya (variabel-variabel *accruals*).

6. Hasil dan Analisis

Seperti dalam Teoh *et al.* (1997; 1998), penelitian ini menggunakan periode pengamatan 7 tahun, yaitu tiga tahun sebelum penawaran ($t-3$ sampai $t-1$), periode penawaran (t), dan tiga tahun setelah penawaran ($t+1$ sampai $t+3$). Kinerja dalam penelitian ini diukur sebagai rasio antara laba bersih (*net income*) dengan pendapatan/penjualan (*revenues/sales*) (Teoh *et al.*, 1997; 1998). Pemilihan item tersebut disebabkan kedua item tersebut merupakan obyek yang secara langsung dipengaruhi manipulasi yang dilakukan manajer. Hasil perhitungan disajikan dalam Tabel 2.

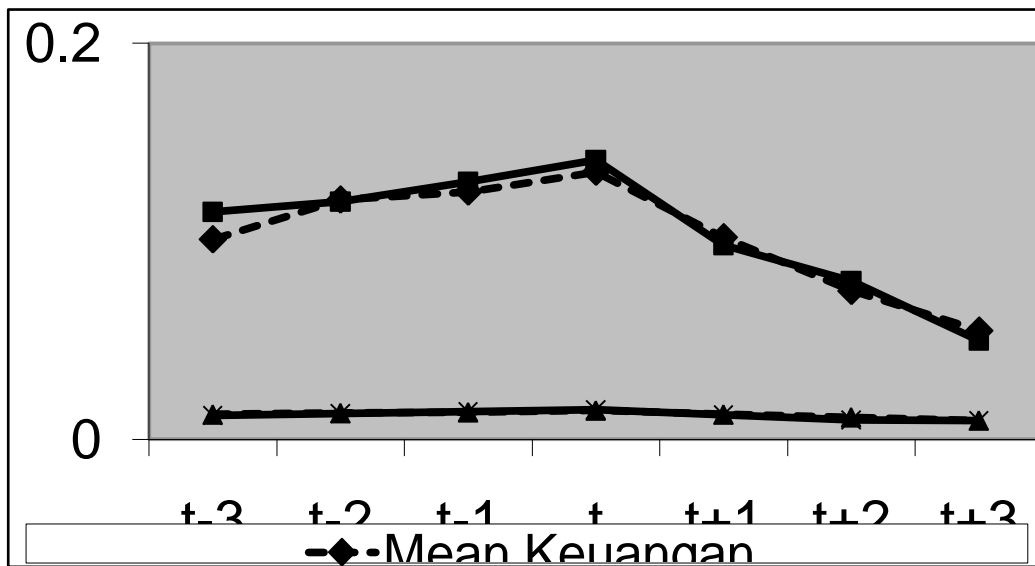
TABEL 2
Statistik Deskriptif Kinerja Keuangan dan Saham

	$t-3$	$t-2$	$t-1$	t	$t+1$	$t+2$	$t+3$
Kinerja Keuangan							
Mean	0.101	0.121	0.125	0.135	0.102	0.075	0.055
Median	0.115	0.120	0.130	0.141	0.098	0.080	0.050
Kinerja Saham							
Mean	0.0125	0.0132	0.0136	0.0145	0.0125	0.0111	0.0095
Median	0.0121	0.0130	0.0140	0.0150	0.0123	0.0099	0.0095

Sumber: Data sekunder diolah, 2003.

Tabel 2 menunjukkan nilai statistik (*mean* dan *median*) kinerja keuangan dan saham perusahaan selama periode pengamatan. Tahun t merupakan periode **seasoned equity offerings** yang mempunyai nilai kinerja tertinggi, yaitu 1.135 untuk operasi dan 0.0145 untuk saham, dibandingkan kinerja sebelum dan pasca penawaran. Kondisi ini mengindikasikan terjadinya kenaikan kinerja sebelum penawaran (*overperformance*) dan penurunan kinerja (*underperformance*) pasca penawaran. Dimulai dari tiga tahun sebelum penawaran ($t-3$), kinerja perusahaan terus meningkat sampai dengan tahun penawaran (t). Setelah itu, pasca penawaran, kinerja perusahaan mengalami penurunan kinerja ($t+1$ sampai $t+3$). Hal ini konsisten dengan penelitian Teoh *et al.* (1998), McLaughlin *et al.*, (1996), Alderson & Betker (1997), Loughran & Ritter (1997), Rangan (1998), dan Kim & Shin (2001) yang menyimpulkan terjadinya kenaikan kinerja sebelum penawaran dan penurunan kinerja pasca penawaran.

GRAFIK 1
Statistik Deskriptif Kinerja



Sumber: Data sekunder diolah, 2003.

Teoh *et al.* (1997; 1998) mencatat apabila penurunan kinerja keuangan pasca penawaran disebabkan oleh manipulasi yang dilakukan manajer, maka *discretionary accruals* akan mampu menjelaskan penurunan kinerja keuangan tersebut. Hal tersebut mengakibatkan kenaikan kinerja keuangan sebelum penawaran dan penurunan kinerja pasca penawaran akan diikuti oleh *discretionary accruals*. Sehingga pola pergerakan *discretionary accruals* akan sejalan dengan pola pergerakan kinerja keuangan. *Discretionary accruals* ini merupakan proksi dari sikap oportunistik manajer yang terwujud dalam manipulasi yang dilakukan manajer (*earnings management*). Hasil penghitungan nilai statistik *discretionary accruals* disajikan dalam Tabel 3.

TABEL 3
Statistik Deskriptif *Discretionary Accruals*

	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3
Mean	11051	11300	14500	14751	10050	9570	2005
Median	10050	11075	14750	15001	99055	9550	2105

Sumber: Data sekunder diolah, 2003.

Tabel 3 menunjukkan nilai statistik *discretionary accruals* yang merupakan proksi manipulasi yang dilakukan manajer. Nilai *discretionary accruals* pada periode *seasoned equity offerings* (*t*) tertinggi dibanding nilai *discretionary accruals* pada periode sebelum dan sesudahnya. Hal ini sesuai dengan penelitian Teoh *et al.* (1997; 1998) yang mencatat pola pergerakan *discretionary accruals* akan sejalan pergerakan kinerja perusahaan. Pada periode *t-3* (11051), nilai *discretionary accruals* mulai mengalami peningkatan sampai dengan periode *t-1* (14500), memuncak pada periode *t* (14751), dan mengalami penurunan kinerja mulai dari periode *t+1* (10050) sampai dengan periode *t+3* (2005).

Sesuai dengan penelitian Teoh *et al.* (1997; 1998) maka penurunan kinerja *issuer* akan dihitung sebagai rata-rata kinerja dari tahun pertama pasca penawaran (*t+1*) sampai dengan tahun ketiga pasca penawaran (*t+3*). Penurunan kinerja ini dipakai sebagai variabel dependen yang diuji apakah dipengaruhi oleh variabel independennya, yang terdiri dari DCA, DLTA, NDCA, NDLTA. Keempat variabel independen ini diambil dari nilai tahun nol (periode penawaran=*t*) karena ada dugaan bahwa variabel tersebut akan memprediksi penurunan kinerja pasca penawaran. Hasil uji regresi disajikan dalam Tabel 4.

TABEL 4
Hasil Uji Regresi

Variabel Independen		Variabel Dependen	
		Penurunan Kinerja Keuangan	Penurunan Kinerja Saham
DCA	<i>p-value</i>	0,001**	0.002**
	<i>t-value</i>	1.630	0.254
	Koefisien	0.118	3.15E-05
DLTA	<i>p-value</i>	0,005**	0.001**
	<i>t-value</i>	1.139	-0.755
	Koefisien	1.13E-05	3.81E-05
NDCA	<i>p-value</i>	0,150	0.788
	<i>t-value</i>	-0.172	0.128
	Koefisien	-0.321	5.456E-06
NDLTA	<i>p-value</i>	0,247	0.911
	<i>t-value</i>	0.305	-0.555
	Koefisien	0.272	-2.275-E04
F		2.123	1.2210
Sig. F		0.015**	0.012**
R Square		0,110	0.151

Sumber : Data sekunder diolah, 2003.

Keterangan : * Signifikan pada level 5% (2 sisi)

** Signifikan pada level 10% (2 sisi)

Tabel 4 (Penurunan Kinerja Keuangan) menunjukkan bahwa variabel DCA dan DLTA secara signifikan mempengaruhi penurunan kinerja operasi. Nilai *p-value* DCA sebesar 0.001 (signifikan pada level 5%) dan *p-value* DLTA sebesar 0.005 (signifikan pada level 5%) membuktikan bahwa *discretionary accruals* akan memprediksi penurunan kinerja pasca penawaran. Nilai *t-value* sebesar 1.630 untuk DCA dan 1.139 untuk DLTA semakin memperkuat dugaan tersebut. Nilai koefisien *discretionary accruals* yang positif (0,118 dan 0.0000113) mengindikasikan bahwa *earnings management* yang dilakukan manajer berpola *income increasing* (penaikkan laba). Sedangkan variabel yang lain, yaitu NDCA dengan *p-value* 0,150; NDLTA dengan *p-value* sebesar 0,247, terbukti tidak mempunyai pengaruh terhadap penurunan kinerja operasi perusahaan yang melakukan penawaran perdana. Hasil ini konsisten dengan penelitian Teoh *et al.* (1998).

Tabel 4 (Penurunan Kinerja Saham) merupakan hasil pengujian antara DCA, DLTA, NDCA, dan NDLTA (variabel independen) terhadap penurunan kinerja saham (variabel dependen). Hasil pengujian membuktikan bahwa hanya variabel DCA dan DLTA (*discretionary accruals*) yang secara signifikan mempengaruhi penurunan kinerja saham. Nilai *p-value* DCA dan DLTA sebesar 0.002 dan 0.001 (signifikan pada level 5%) membuktikan dugaan tersebut. Kondisi ini mudah dipahami karena tentu saja menurunnya kinerja operasi sebagai akibat tidak mampunya manajer melanjutkan manipulasi yang dilakukan pada saat penawaran akan sejalan dengan penurunan kinerja saham perusahaan. Nilai koefisien variabel DCA dan DLTA sebesar 0.0000315 dan 0.0000381 (keduanya positif) semakin mendukung hasil pengujian terhadap penurunan kinerja operasi yang menyatakan bahwa *earnings management* yang terjadi bersifat *income increasing*.

7. Kesimpulan

Penelitian ini ingin membuktikan bahwa penurunan kinerja pasca *seasoned equity offerings* disebabkan oleh sikap oportunistis manajer perusahaan. Secara teoritis penurunan kinerja pasca tersebut dapat dijelaskan dengan konsep *agency theory* dan *windows of opportunity*. Dalam *agency theory* penurunan kinerja tersebut disebabkan oleh sikap oportunistis manajer yang melakukan manipulasi *income increasing* karena terjadinya asimetri informasi pada saat penawaran agar penawarannya dinilai secara positif oleh pasar. Manipulasi ini dalam jangka panjang tidak dapat diteruskan sehingga akan mengakibatkan kinerja keuangan mengalami penurunan. Sedangkan dalam konsep *windows of*

opportunity, penurunan kinerja tersebut disebabkan sikap oportunistik manajer yang memanfaatkan “kesalahan” pasar dalam menilai perusahaan (*overvalued*). Namun dalam jangka panjang pasar akan mengetahui kekeliruannya dan melakukan koreksi yang mengakibatkan perusahaan mengalami penurunan kinerja. Dari hasil pengujian ditemukan bukti bahwa manajer bersikap oportunistik, sehingga mengakibatkan penurunan kinerja perusahaan pasca *seasoned equity offerings*. Sebagai tambahan ditemukan bukti bahwa manipulasi yang dilakukan manajer berpola *income increasing*, yaitu melaporkan laba lebih tinggi dari yang sesungguhnya terjadi. Bukti ini konsisten dengan beberapa penelitian *seasoned equity offerings* terdahulu, misalnya McLaughlin *et al.* (1996), Alderson & Betker (1997), Loughran & Ritter (1997), Rangan (1998), Teoh *et al.* (1998), dan Kim & Shin (2001).

8. Keterbatasan dan Implikasi

Penelitian ini bertujuan untuk mendukung hipotesis yang menyatakan terjadinya penurunan kinerja pasca penawaran yang disebabkan oleh sikap oportunistik manajer pada saat *seasoned equity offerings*. Namun dibaliknya ditemukannya bukti tersebut ada beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, *pertama*, data yang digunakan relatif sedikit padahal penelitian mengenai *public offerings* selalu menggunakan jumlah data yang cukup besar, misalkan Ritter (1991), Jain & Kini (1994), dan Teoh *et al.* (1997; 1998). Keterbatasan ini disebabkan data keuangan perusahaan *public* sulit diperoleh untuk periode yang panjang. *Kedua*, penelitian ini tidak didesain menggunakan model *matched-pair design* untuk membandingkan kinerja *issuer* dengan kinerja *non issuer* (perusahaan yang tidak melakukan *seasoned equity offerings*). Padahal model *matched-pair design* dapat dipakai untuk menguji apakah penurunan kinerja tersebut benar-benar disebabkan oleh manipulasi dan bukan oleh faktor lain, misalkan krisis ekonomi yang kebetulan terjadi dalam periode pengamatan (1997-2000). Sedangkan implikasi dari penelitian ini ditujukan untuk pihak-pihak yang tertarik dengan pasar modal (baik akademisi maupun praktisi), penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa: (1) laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan pada saat *seasoned equity offerings* telah dimanipulasi dan (2) penurunan kinerja pasca *seasoned equity offerings* disebabkan oleh manipulasi yang dilakukan manajer.

DAFTAR PUSTAKA

- Alderson, Michael J., dan Brian L. Betker, 1997, “The Long Run Performance of Companies That Withdraw Seasoned Equity Offerings”, *Working paper*, September.
- Allen, David E., dan Victor Soucik, 2001, “Performance of Seasoned Equity Offerings in a Risk Adjusted Environment”, *Working paper*.
- Bayless, M., dan Chaplinsky, 1996, “Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?”, *Journal of Finance*.
- Buhner, Thomas., dan Christoph Kasere, 2000, “External Financing and Economies of Scale in Investment Banking-The Case of Seasoned Equity Offerings in Germany”, *Working paper*, Juni.
- Candy, 2002, “Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan Seasoned Equity Offerings: Studi Kasus di Bursa Efek Jakarta”, *Skripsi* (tidak dipublikasikan), Fakultas Ekonomi Universitas Atma Jaya Yogyakarta.
- Cooney, J., dan A. Kalay, 1993, “Positive Information from Equity Issue Announcements”, *Journal of Financial Economics*.
- Denis, David J., dan Atulya Sarin, 1999, “Is the Market Surprised by Poor Earnings Realization Following Seasoned Equity Offerings”, *Working paper*, Desember.
- Denis, David J., 1994, “Investment Opportunities and the Market Reaction to Equity Offerings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29 No.2.
- Dubois, Michel., dan Pierre Jeanneret, 2000, “The Long-Run Performance of Seasoned Equity Offerings With Rights”, *Working paper*, Januari.
- Eckbo, B.E., dan Masulis, 1992, “Adverse Selection and The Rights Offer Paradox”, *Journal of Financial Economics*.
- Espenlaub, Susanne, 1999, “Discussion of The Life Cycle of Initial Public Offering Firms”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 26 (9) & (10), Nov/Des.
- Friedlan, J., 1994, “Accounting Choices by Issuers of Initial Public Offerings”, *Contemporary Accounting Research*, Summer.

- 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.
- Harto, Puji, 2001, "Analisis Kinerja Perusahaan yang Melakukan *Right Issue* di Indonesia", *Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Hartono, Jogiyanto, 2000, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 2, Yogyakarta: BPF.
- Healy, Paul M., dan James M. Wahlen, 1998, "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Working paper*.
- Jindra, Jan, 2000, "Seasoned Equity Offerings, Overvaluation and Timing", *Working paper*, Maret.
- Jones, 2000, "Investments Analysis and Management", *John Wiley & Sons, Inc*.
- Kim, Kenneth A., dan Hyun-Han Shin, 2001, "The Underpricing of Seasoned Equity Offerings: 1983-1998", *Working paper*, Mei.
- Loughran, 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.
- Meggison, 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, "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, 50.
- Richardson, Vernon J., 1998, "Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence", *Working paper*, 30 Maret.
- Shivakumar, Lakshmanan, 2000, "Do Firm Mislead Investor by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?", *Journal of Accounting and Economics*.
- Sulistyanto, H.Sri, dan Midadisti, 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.
- Teoh, Siew Hong, T.J. Wong, Gita R. Rao, 1997, "Are Accruals During An Initial Public Offering Opportunistic?", *Working paper*, Juli.
- Teoh, Siew Hong., Ivo Welch, dan T.J. Wong, 1998, "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*.
- Traill, Marcus dan Ed Vos, 2001, "Do Seasoned Equity Offerings Really Underperform in the Long Run? Evidence from New Zealand", *Working paper*.