



ANALISIS KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN SEBELUM DAN SESUDAH SEASONED EQUITY OFFERINGS DI BURSA EFEK JAKARTA

N. Agus Sunarjanto (n_agus_sunarjanto@yahoo.co.id)

UNIKA Widya Mandala Surabaya

ABSTRACT

Seasoned Equity Offering (SEO) is an additional public offering of a company's shares in order to generate extra financing for business expansion or fulfillment of its liability. Based on Jakarta Stock Exchange data, 11 listed companies conducted SEO during year 2001. However, only 8 companies meet the requirements as samples for this research. In order to evaluate financial and operational variables, this research uses financial statement figures published 2 year prior and after SEO's. Current ratio (CR), debt to equity ratio (DER) are chosen to represent financial variables, while net profit margin (NPM) and return on investment (ROI) represent operational variables. This research reveals that there was no significant difference in financial performance before and after SEO's. It happened due to several factors, such as: (1) the fund generated from SEO's were used to settle matured debts; and (2) foreign currency denominated debts which increased in value during the period of economic crisis.

Keywords: current ratio, debt to equity ratio, seasoned equity offering.

Memasuki era pasar bebas, persaingan dalam dunia usaha menjadi semakin ketat. Kondisi tersebut menuntut perusahaan untuk mengembangkan strategi perusahaan agar dapat bersaing bahkan menjadi semakin berkembang. Krisis moneter yang melanda Indonesia sejak pertengahan tahun 1997, mengakibatkan sejumlah perusahaan membutuhkan dana segar lebih banyak untuk membayar hutangnya yang membengkak akibat depresiasi nilai tukar rupiah terhadap US dolar. Sedangkan untuk meminjam dana dari pinjaman bank menjadi sangat sulit karena bank sendiri mengalami kesulitan likuiditas dalam krisis perbankan nasional. Dan walaupun ada bank yang mau memberikan pinjaman, maka bank akan membebani dengan bunga yang sangat tinggi sehingga semakin menyulitkan perusahaan.

Dalam perkembangannya, perusahaan yang telah *go public* ternyata masih membutuhkan sumber dana untuk membiayai kegiatannya. Sumber dana dapat berasal dari luar perusahaan ketika jumlah dana yang dibutuhkan melebihi jumlah yang tersedia dari sumber dana intern perusahaan. *Seasoned Equity Offerings* (SEO) merupakan penawaran saham tambahan yang dilakukan perusahaan yang *listed* di pasar modal, di luar saham yang terlebih dahulu beredar di masyarakat melalui *initial public offerings* (IPO) (Megginson, 1997). Penawaran ini dilakukan karena perusahaan tersebut membutuhkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan usaha atau membayar hutangnya yang jatuh tempo.

Penjualan *seasoned securities* ini dapat dilakukan dengan 2 cara: pertama, melalui mekanisme *right issue* atau *warrant* yaitu menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu; kedua, dijual kepada setiap investor yang ingin membeli sekuritas baru melalui *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. Namun, perusahaan dengan kepemilikan akan cenderung menggunakan *right issue* untuk menambah ekuitas barunya (Eckbo dan Masulis, 1992). Karena itu, SEO dapat menjadi solusi terbaik untuk memperoleh dana yang dibutuhkan perusahaan. Selain itu, SEO merupakan sumber dana dengan proses yang lebih mudah dan cepat bila dibandingkan dengan perolehan dana dari sumber lain.

Perusahaan lebih memilih melakukan SEO dibandingkan meminjam dari bank untuk mengembangkan usahanya, karena penawaran saham tambahan ini memerlukan biaya lebih murah dibandingkan meminjam dari bank. SEO tidak memerlukan jaminan (biasanya berupa barang berharga) dan bunga yang harus dibayarkan secara kontinu. Pada saat SEO, perusahaan memerlukan prospektus penawaran yang berisi laporan keuangan untuk menarik minat publik.

Walaupun beberapa penelitian di atas menyimpulkan terjadinya penurunan kinerja pada perusahaan-perusahaan yang melakukan SEO, namun tentunya hasil dan kesimpulan penelitian tersebut tidak dapat digeneralisir untuk pasar modal Indonesia sehingga penelitian ini bermaksud menguji kinerja keuangan perusahaan yang melakukan SEO di pasar modal Indonesia, khususnya untuk perusahaan *go public* yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) layak untuk dilakukan.

Berdasarkan kondisi dan fakta tersebut, permasalahan dalam penelitian ini adalah “apakah ada perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah SEO?” Penelitian bertujuan untuk memperoleh jawaban atas masalah yang ada, yaitu untuk mengetahui adanya perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan sesudah SEO.

Rasio keuangan telah lama digunakan sebagai alat untuk menguji manfaat laporan keuangan untuk berbagai peristiwa seperti prediksi kebangkrutan (Thomson, 1991) serta memprediksi keuntungan saham (Machfoedz, 1994; Zainuddin dan Hartono, 1999). Penelitian Machfoedz (1994) membahas manfaat rasio keuangan untuk menilai kinerja dan efisiensi perusahaan sebelum dan sesudah krisis moneter. Tingkat efisiensi perusahaan diprediksikan melalui tiga kelompok rasio: likuiditas, *leverage*, dan keuntungan. Hasilnya menunjukkan bahwa seluruh rasio keuangan berbeda secara signifikan setelah krisis dibandingkan dengan masa sebelum krisis, kecuali untuk *debt to equity ratio*. Secara khusus, rasio yang berbeda tersebut menunjukkan masa sesudah krisis, efisiensi perusahaan terpengaruh oleh krisis moneter.

Loughran dan Ritter (1997) menggunakan enam rasio keuangan untuk melihat kinerja keuangan lima tahun sebelum dan sesudah melakukan *right issue*. Hasilnya menunjukkan rasio keuangan mengalami penurunan selama empat tahun sesudah penawaran ekuitas tersebut, terutama untuk *ratio profit margin* dan *Return of Investment (ROI)*. Hal ini menunjukkan adanya upaya manajemen perusahaan untuk memanipulasi kinerja sebelum melakukan *right issue* agar kinerja perusahaan pada saat *right issue* kelihatan bagus.

Penelitian Harto (2001) yang hanya memfokuskan pada penawaran *right issue*, yaitu salah satu bentuk SEO. yaitu meneliti kinerja keuangan dan operasi perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Jakarta. Kinerja selama dua tahun, baik selama maupun sesudah melakukan *right issue* diamati dengan menggunakan sembilan rasio keuangan serta *return* saham. Hasilnya menunjukkan untuk jangka waktu satu tahun sebelum *right issue* dibandingkan dengan satu dan dua

tahun setelah *right issue* terdapat enam rasio yang signifikan, yaitu *current ratio*, ATO, ROI, ROE, PER, dan PBV. Penurunan nilai *mean* selain *current ratio* menunjukkan kinerja operasi, keuntungan dan saham perusahaan, mengalami penurunan pasca *right issue*.

Penelitian Suhardito (2001) menggunakan rasio keuangan untuk memprediksi perubahan laba industri perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya (BES). Rasio-rasio tersebut adalah rasio solvabilitas yang terdiri dari *capital ratio*, *primary ratio*, dan rasio keuntungan yang terdiri dari *gross profit margin* (GPM) dan *return on equity* (ROE).

Penelitian mengenai SEO di Indonesia masih jarang dilakukan, khususnya penelitian mengenai penurunan kinerja keuangan yang terjadi setelah perusahaan melakukan penawaran saham tambahan tersebut.

Pengertian Kinerja Keuangan Perusahaan

Posisi perusahaan yang mantap tidak hanya ditunjang dengan modal serta aset yang cukup, namun harus dilengkapi dengan kinerja keuangan perusahaan yang baik pula sehingga mampu menjadi tolak ukur prestasi. Dari laporan-laporan yang disampaikan mampu diperoleh informasi sehubungan dengan posisi keuangan dan hasil-hasil apa yang telah dicapai oleh perusahaan yang bersangkutan. Data keuangan tersebut akan penting artinya baik bagi pihak manajemen maupun bagi pihak luar terutama calon investor untuk mendukung keputusan yang akan diambil.

Sehubungan dengan kinerja keuangan perusahaan, Helfert (1996) mengemukakan kinerja perusahaan adalah hasil dari semua keputusan manajemen yang dilakukan secara terus-menerus. Oleh karena itu, untuk menilai kinerja keuangan kumulatif dan ekonomi diperoleh dari keputusan-keputusan itu. Analisis kinerja keuangan ini didasarkan pada data keuangan yang dipublikasikan, seperti tercermin dalam laporan keuangan yang dibuat sesuai dengan prinsip-prinsip akuntansi yang lazim digunakan. Menurut Sartono (1996) analisis keuangan yang mencakup analisis rasio-rasio keuangan sangat membantu dalam menilai prestasi kinerja keuangan di masa lalu dan prospeknya di masa yang akan datang.

Rasio tersebut dapat memberikan indikasi apakah perusahaan memiliki kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban finansialnya dan struktur modal yang sehat sehingga tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat dicapai. Rasio keuangan yang komprehensif dapat digunakan untuk mengevaluasi kesehatan keuangan perusahaan. Rasio keuangan membantu kita mengidentifikasi beberapa kekuatan dan kelemahan keuangan perusahaan. Di luar keterbatasannya, rasio keuangan dapat menjadi alat yang sangat berguna untuk menilai kondisi keuangan perusahaan. Para investor mempergunakan rasio keuangan ini sebagai alat untuk mengevaluasi nilai saham, selain itu juga dapat dipergunakan untuk mengukur adanya jaminan atas keamanan dana yang akan ditanamkan pada perusahaan.

Selanjutnya Helfert (1996) mengemukakan bahwa dalam mengevaluasi kinerja perusahaan yang paling berkepentingan adalah pemilik perusahaan dalam hal ini investor, manajer, kreditur, pemerintah dan masyarakat. Para investor berkepentingan terhadap risiko yang melekat dan hasil pengembangan dari investasi yang dilakukannya. Investor ini membutuhkan informasi untuk membantu menentukan apakah harus membeli, menahan atau menjual. Selain itu, mereka juga tertarik pada informasi yang memungkinkan melakukan penilaian terhadap kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Para manajer (termasuk karyawan didalamnya) tertarik pada informasi mengenai stabilitas perusahaan. Mereka juga tertarik pada informasi yang memungkinkan mereka melakukan penilaian atas kemampuan perusahaan dalam memberikan balas jasa, manfaat pensiun

dan kesempatan kerja. Selain itu, tanggung jawab atas efisiensi dan efektivitas penggunaan dana dan sumber-sumber ekonomi lainnya dalam pengelolaan perusahaan.

Para kreditur (pemberi pinjaman baik yang bersifat jangka pendek maupun jangka panjang) tertarik dengan informasi keuangan yang memungkinkan mereka untuk memutuskan apakah pinjaman pokok serta bunganya dapat dibayar pada saat jatuh tempo, baik tentang jumlah maupun waktu pembayaran. Kemampuan memenuhi kewajiban ini ditandai oleh nilai aktiva yang dimiliki oleh perusahaan sebagai jaminan atas investasinya serta jaminan atas risiko yang dihadapi kreditur tersebut. Pemerintah dan berbagai lembaga yang berada di bawah kekuasaannya yang berkepentingan dalam evaluasi kinerja keuangan suatu perusahaan. Pengalokasian perusahaan dengan sumber dayanya dan aktivitas perusahaan. Dengan demikian, pemerintah dapat mengatur aktivitas perusahaan, menetapkan kebijakan pajak dan sebagai dasar untuk menyusun statistik pendapatan nasional dan statistik lainnya. Dan pihak terakhir yang berkepentingan adalah masyarakat. Perusahaan mempengaruhi anggota masyarakat dalam berbagai cara seperti pemberian kontribusi pada perekonomian nasional termasuk jumlah orang yang dipekerjakan dan perlindungan kepada penanam modal domestik. Laporan keuangan dapat membantu masyarakat dalam menyediakan informasi kecenderungan (*trend*) dan perkembangan terakhir kemakmuran perusahaan serta rangkaian aktivitasnya.

Rasio dapat memberikan indikasi antara lain tentang: apakah suatu perusahaan memiliki kas yang cukup untuk memenuhi kewajiban finansialnya, berapa besarnya prosentase laba yang dihasilkan. Analisa rasio merupakan suatu bentuk, cara atau metode yang umum digunakan dalam analisa laporan suatu perusahaan. Sedangkan S. Munawir (1997) mengemukakan bahwa rasio adalah gambaran suatu hubungan atau perimbangan (*mathematical judgement*) antara suatu jumlah tertentu dengan jumlah yang lain.

Penggunaan analisa rasio dimungkinkan untuk menentukan tingkat likuiditas, solvabilitas dan derajat keuntungan (profitabilitas/rentabilitas) suatu perusahaan. Ada bermacam-macam penggolongan rasio keuangan, menurut Weston dan Brigham (1981) dibagi atas enam macam rasio, yaitu rasio likuiditas, rasio leverage, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, rasio pertumbuhan dan rasio penilaian. Sedangkan Riyanto (1995) membagi empat kelompok, yaitu:

1. Rasio Likuiditas; mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. Dua rasio yang mampu dipergunakan adalah *current ratio* dan *quick ratio*. *Current ratio* adalah rasio yang dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban lancar dengan menggunakan aktiva lancar. *Quick ratio* adalah rasio yang dipergunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban lancar dengan menggunakan aktiva yang paling likuid (*quick asset*), yaitu kas, surat berharga dan piutang.
2. Rasio Leverage; mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan hutang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Rasio ini terdiri dari *debt to total asset ratio* dan *debt to equity ratio*. *Debt to total asset* adalah rasio yang menjelaskan seberapa besar harta perusahaan yang didanai oleh hutang. Sedangkan *debt to equity ratio* dipakai untuk mengukur proporsi hutang terhadap modal sendiri.
3. Rasio Aktivitas; mengukur sejauh mana efektivitas perusahaan dalam menggunakan sumber dayanya, Beberapa rasio aktivitas antara lain *inventory turnover ratio* dan *total assets turnover ratio*. *Inventory turnover* adalah rasio yang mengukur perputaran dana yang tertanam pada persediaan. *Total assets turnover* adalah rasio yang menunjukkan tingkat efisiensi penggunaan keseluruhan aktiva perusahaan di dalam menghasilkan volume penjualan tertentu.

4. Rasio Keuntungan; mengukur efektivitas manajemen perusahaan secara keseluruhan. Atau dengan kata lain seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Beberapa rasio profitabilitas ini antara lain *return on assets* yaitu rasio untuk mengukur laba bersih yang diperoleh dari harta perusahaan, serta *return on equity* yaitu rasio untuk mengukur laba bersih yang diperoleh dari modal yang diinvestasikan oleh pemilik perusahaan.

Seasoned Equity Offerings

Seasoned Equity Offerings (SEO) merupakan penawaran sekuritas tambahan (*seasoned securities*) kepada masyarakat yang dilakukan oleh perusahaan yang telah *go public* (Megginson, 1997). Penawaran ini dilakukan karena perusahaan yang telah *go public* tersebut membutuhkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan usahanya (Harto, 2001). Penjualan *seasoned securities* ini dapat dilakukan dengan berbagai cara, yaitu (Megginson, 1997):

1. Menjual hak (*right*) kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru dengan harga tertentu (disebut dengan *right issues*).
2. Menjual kepada setiap investor yang ingin membeli sekuritas baru tersebut melalui *second offerings*, *third offerings* dan seterusnya.

Perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi akan cenderung menggunakan *right issue* untuk memperoleh ekuitas baru. Emery dan Finnerty (1997) mengemukakan bahwa *right issue* merupakan penawaran sekuritas baru yang memberi prioritas kepada pemegang saham perusahaan (*stockholders*) untuk membeli sekuritas baru tersebut pada harga tertentu pada saat tertentu pula. Jadi, perusahaan mendistribusikan *rights* (opsi) kepada pemegang saham agar dapat memperoleh sekuritas-sekuritas baru dengan harga khusus. Alasan mengapa perusahaan menawarkan sekuritas tambahannya melalui *right issue* adalah untuk melindungi kepentingan pemegang saham perusahaan, khususnya dalam melaksanakan hak *preemptive* (*preemptive right*) (Hartono, 2002).

Hak *preemptive* dilaksanakan agar pemegang saham lama tetap dapat mempertahankan proporsi kepemilikan saham perusahaan sama dengan seperti sebelum dilakukannya SEO (Hartono, 2000). Dalam hak ini biasanya pemilik satu lembar saham lama akan diberi hak untuk membeli satu lembar saham baru. Kemudian pemegang saham lama akan menerima bukti *right* sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya (Husnan, 1996). Apabila pemegang saham lama tidak menggunakan haknya maka hak ini dapat ditawarkan ke pasar.

Seasoned offerings atau *third offerings* merupakan penawaran sekuritas tambahan langsung kepada masyarakat, tanpa memberi hak istimewa kepada pemegang saham lama (*stockholders*) (Megginson, 1997). Berbeda dengan proses IPO, dalam SEO investor memiliki pegangan dalam menentukan harga surat berharga tambahan tersebut yaitu harga pasar saham sekuritas perusahaan bersangkutan yang telah beredar di masyarakat, sekuritas tambahan tersebut akan dinilai paling tidak sebesar harga pasar sekuritas yang telah beredar tersebut.

Berdasarkan penelitian terdahulu dan kajian teori, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah *Seasoned Equity Offerings* (SEO).

Penelitian ini menggunakan dua variabel yaitu variabel keuangan dan variabel operasi. Variabel keuangan akan diukur dengan *current ratio* dan *leverage ratio*. Sedangkan variabel operasi akan diukur dengan menggunakan *net profit margin* dan *return on investment ratio* (Loughran dan Ritter, 1997; Harto, 2001). Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini didefinisikan secara operasional sebagai berikut.

Kinerja Keuangan adalah kondisi kesehatan perusahaan yang diukur melalui ratio-ratio keuangan sebagai berikut.

1. *Current Ratio*

Current Ratio merupakan rasio yang menghubungkan aktiva lancar dengan hutang lancar. Aktiva lancar terdiri dari kas, surat-surat berharga, piutang usaha dan persediaan. Hutang lancar terdiri dari hutang usaha, pinjaman bank dan biaya-biaya lain yang masih harus dibayar.

$$\text{Current Ratio (CR)} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

2. *Leverage Ratio*

Leverage Ratio menunjukkan besarnya modal yang berasal dari pinjaman yang dipergunakan untuk membelanjai investasinya. Oleh karena itu, makin banyak menggunakan modal asing maka semakin besar *ratio leverage-nya* dan berarti makin besar pula risiko yang dihadapi perusahaan. Penelitian ini hanya akan menggunakan *Debt Equity Ratio*, yaitu perbandingan antara total hutang (hutang jangka panjang dan hutang lancar) dengan modal sendiri (modal saham biasa dan laba ditahan).

$$\text{Debt Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

3. *Net Profit Margin Ratio*

Net Profit Margin Ratio merupakan prosentase dari sisa penjualan setelah sebuah perusahaan membayar barangnya.

$$\text{Net Profit Margin (NPM)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

4. *Return on Investment Ratio*

Return on Investment Ratio merupakan rasio untuk mengukur kekuatan penghasilan terhadap aktiva. Rasio tersebut menyatakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh penghasilan terhadap operasi bisnis dan menjadi ukuran keefektifan manajemen. Hal ini sama dengan laba bersih dibagi oleh jumlah aktiva rata-rata.

$$\text{Return On Investment Ratio (ROI)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Seasoned Equity Offering adalah penawaran sekuritas tambahan kepada masyarakat yang dilakukan oleh perusahaan yang *go public*.

Jenis data yang dipergunakan dalam melakukan penelitian ini adalah:

1. Data kualitatif, yaitu data yang tidak berupa angka yang meliputi teori-teori tentang kinerja keuangan, rasio keuangan dan penawaran saham tambahan (SEO).
2. Data kuantitatif, yaitu data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa laporan keuangan dari masing-masing perusahaan *go public* yang melakukan SEO selama tahun 2001. Semua data ini diperoleh dari perpustakaan Bursa Efek Jakarta.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian adalah dokumentasi laporan keuangan tahunan perusahaan yang *go public* di BEJ yang kemudian dilakukan rekapitulasi sesuai dengan kebutuhan.

Populasi data mencakup 11 perusahaan dan sampel yang diambil adalah 8 perusahaan yang tergabung dalam perusahaan *go-public* yang listed di BEJ yang melakukan SEO selama tahun 2001 (Lampiran). Sampel diambil secara *non random* yaitu *purposive sampling* di mana setiap perusahaan yang masuk dalam pemilihan sampel penelitian disyaratkan mempunyai laporan keuangan yang dipublikasikan selama 2 (dua) tahun sebelum dan 2 (dua) tahun sesudah SEO yaitu perusahaan yang melakukan penawaran saham tambahan dan merupakan perusahaan lembaga non-keuangan untuk mengantisipasi kemungkinan pengaruh regulasi tertentu yang bersifat khas yang dapat mempengaruhi variabel penelitian.

Teknik analisis data yang digunakan untuk menjawab hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan analisa kuantitatif, yaitu metode analisis data dengan menggunakan teknik-teknik perhitungan statistik. Alat analisis kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji beda (uji T), yaitu analisis untuk menguji mean populasi yang didasarkan pada pengamatan random sampel yang jumlahnya relatif kurang dari 30. Pengujian hipotesis dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut.

1. Merumuskan hipotesis statistik, yaitu: $H_0: \mu_1 = \mu_2$: tidak ada perbedaan
 $H_1: \mu_1 < \mu_2$: ada perbedaan
2. Perhitungan statistik dilakukan dengan menggunakan uji beda (*paired sample t-test*) :

$$\sqrt{\bar{d}} = \frac{\sum d}{n} ; s\bar{d} = \frac{sd}{\sqrt{n}} ; sd = \sqrt{\frac{\sum(d - \bar{d})^2}{n-1}} ; t = \frac{\bar{d} - \mu_0}{s\bar{d}}$$

3. Menentukan nilai tabel sesuai dengan pengujian dan α -nya (Nilai Kritis Tabel) yaitu: Uji secara individu (Uji T) yaitu suatu uji yang membandingkan antara sebelum dan sesudah secara per komponen, di mana:
 Berdasar perbandingan t hitung dengan t tabel:
 Terima H_0 , tolak H_1 jika t hitung < 0.05
 Terima H_1 , tolak H_0 jika t hitung > 0.05
4. Menggunakan regresi logistik yaitu memprediksi apakah terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penawaran saham tambahan dengan menggunakan dasar rasio keuangan perusahaan, yang di-*runs* secara bersama-sama dimana:
 Berdasar nilai probabilitas:
 Terima H_0 , tolak H_1 jika probabilitas > 0.05
 Terima H_1 , tolak H_0 jika probabilitas < 0.05
5. Mengambil keputusan dan interpretasi atas hasil analisis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil perhitungan rasio keuangan yang meliputi variabel keuangan dan variabel operasi sebelum SEO dapat dilihat pada Tabel 1. Sedangkan perhitungan rasio keuangan yang meliputi variable keuangan dan operasi sesudah SEO dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 1. Hasil Perhitungan Rasio Keuangan Sebelum SEO

Kode	Tahun	CR	DER	NPM	ROI
BLTA	1999	0.3941	1.4075	0.2588	0.0592
	2000	0.7401	0.0869	0.0401	0.0271
BHIT	1999	1.8520	0.8409	0.8608	0.2040
	2000	0.1855	1.0857	0.5888	0.1157
HERO	1999	0.8990	0.1899	0.0091	0.0264
	2000	0.1149	0.7242	0.0399	0.0082
INTP	1999	0.2266	6.7168	0.2963	0.0529
	2000	3.4314	10.4081	-0.3586	-0.0754
LPPF	1999	0.6350	-2.2973	-3.1036	-0.1235
	2000	0.3086	-1.4975	6.0531	0.5212
TMPI	1999	0.8300	1.0337	0.0287	0.0085
	2000	0.2523	0.8517	-0.2285	-0.0921
TIRA	1999	0.9013	0.4689	0.0480	0.0367
	2000	1.8574	0.8890	-0.1625	-0.1325
ZBRA	1999	0.1967	0.0145	-0.2979	0.1527
	2000	0.2522	1.0950	0.1654	0.0921

Sumber: Hasil olahan peneliti

Tabel 2. Hasil Perhitungan Rasio Keuangan Sesudah SEO

Kode	Tahun	CR	DER	NPM	ROI
BLTA	2002	1.3325	2.1670	0.2129	0.0556
	2003	1.6366	2.6919	0.1752	0.4137
BHIT	2002	1.4706	0.5974	0.7106	0.0373
	2003	1.1251	0.6072	0.7948	0.0630
HERO	2002	0.1100	0.0000	0.0127	0.0127
	2003	0.8680	0.1342	-0.0074	-0.0195
INTP	2002	2.9045	2.0032	0.2637	0.0910
	2003	1.8690	1.2378	0.1612	0.0661
LPPF	2002	0.7928	7.6179	5.2657	0.9248
	2003	0.1852	15.5763	0.3469	0.1005
TMPI	2002	0.5700	0.4691	-0.0636	0.0113
	2003	0.6400	0.5169	0.0196	0.0066
TIRA	2002	1.1748	3.2949	0.0367	0.0178
	2003	0.6222	2.1396	0.0120	0.0095
ZBRA	2002	0.2996	0.8975	0.0254	0.0147
	2003	0.2568	1.2689	0.0295	0.0123

Sumber: Hasil olahan peneliti

Berdasarkan tabel diatas, pada umumnya rasio-rasio perusahaan sesudah SEO memiliki nilai yang lebih tinggi dari perusahaan sebelum SEO. Hal ini dapat dilihat dari *current ratio* perusahaan sesudah SEO lebih tinggi daripada sebelum SEO. Hal ini disebabkan karena kemampuan perusahaan untuk membayar hutang jangka pendek lebih baik. Dapat ditunjukkan dari aktiva lancar yang lebih tinggi daripada hutang lancar sehingga *current ratio* perusahaan sesudah SEO jauh lebih tinggi dari perusahaan sebelum SEO. Selain itu, *debt equity ratio* perusahaan sesudah SEO juga lebih tinggi dari sebelum SEO. Hal ini disebabkan karena krisis ekonomi yang

melanda di Indonesia membuat hutang perusahaan dalam mata uang asing (khususnya dollar Amerika) yang tidak dilindungi dengan mekanisme *hedging* menjadi berlipat ganda sehingga rasio *leverage*-nya semakin besar. *Net profit margin ratio* dan *return on investment ratio* memiliki nilai yang relatif sama baik pada perusahaan sebelum maupun sesudah SEO.

Berikut ini nilai statistik dari masing-masing variabel dari kedua kinerja seperti yang disajikan dalam tabel berikut ini.

Tabel 3 menyajikan nilai statistik dari variabel-variabel penelitian. Dua variabel keuangan, yaitu CR dan DER, mempunyai nilai sebelum SEO lebih kecil dibandingkan dengan nilai sesudah peristiwa tersebut. Sedangkan variabel operasi yang lain, yaitu NPM dan ROI juga memiliki nilai sebelum SEO lebih kecil dibandingkan dengan nilai sesudah SEO. Hal ini dapat dilihat Tabel 3 dimana *mean* CR sebelum SEO adalah sebesar 0.8174 dan *mean* CR setelah melakukan SEO sebesar 0.9911. Hal yang sama juga terjadi pada *mean* DER sebelum SEO adalah sebesar 1.3762 dan *mean* DER setelah SEO adalah sebesar 2.5763. *Mean* NPM sebelum melakukan SEO memiliki nilai yang lebih kecil yaitu sebesar 0.2649 dibandingkan *mean* NPM sesudah SEO yaitu sebesar 0.4998. Diikuti dengan, *mean* ROI sebelum SEO yang memiliki nilai lebih kecil yaitu sebesar 0.0551 bila dibandingkan dengan sesudah SEO yaitu sebesar 0.1136.

Tabel 3. Nilai statistic dari variable-variabel penelitian

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	CR_SBLM	.8174	8	.54589	.19300
	CR_SSDH	.9911	8	.70262	.24841
Pair 2	DER_SBLM	1.3762	8	3.05003	1.07835
	DER_SSDH	2.5763	8	3.76245	1.33023
Pair 3	NPM_SBLM	.2649	8	.55815	.19734
	NPM_SSDH	.4998	8	.96572	.34143
Pair 4	ROI_SBLM	.0551	8	.09424	.03332
	ROI_SSDH	.1136	8	.17881	.06322

Sumber: Hasil Olahan Peneliti

Untuk memastikan apakah perbedaan tersebut secara signifikan berpengaruh terhadap hipotesis yang diajukan dalam penelitian akan dilakukan uji beda terhadap nilai-nilai tersebut.

Hasil perhitungan statistik kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah melakukan SEO dengan menggunakan uji beda (*paired sample t-test*) ditunjukkan di Tabel 4.

Tabel 4. Uji Dua Rata-Rata terhadap SEO Paired Samples Test

		Paired Differences		95% Confidence			t	df	Sig2tailed
		Mean	Std.Dev	Std. Error	Interval of Difference				
							Lower	Upper	
Pair 1	cr sblm-cr ssdh	-0.1738	0.4189	0.1481	-0.5239	0.1764	-1.1734	7	0.2790
Pair 2	der sblm-der ssdh	-1.2001	5.6886	2.0112	-5.9559	3.5557	-0.5967	7	0.5695
Pair 3	npm sblm-npm ssdh	-0.2349	0.4497	0.1590	-0.6109	0.1410	-1.4775	7	0.1831
Pair 4	roi sblm-roi ssdh	-0.0585	0.1447	0.0511	-0.1795	0.0624	-1.1444	7	0.2901

Sumber: Hasil olahan peneliti

Dari Tabel 4 di atas terlihat bahwa perbedaan rata-rata CR sebelum dan sesudah *Seasoned Equity Offerings* adalah sebesar -0.1738 dengan standar deviasi sebesar 0.4189. Hasil perhitungan t statistik menghasilkan nilai sebesar -1.1734 dan signifikansi 0.2790. Nilai negatif pada t statistik tersebut menunjukkan bahwa *mean* CR sebelum penawaran saham tambahan lebih kecil dibandingkan *mean* CR sesudah penawaran saham tambahan. Nilai signifikansi sebesar 0.2790 menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak, yaitu tidak ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukan penawaran saham tambahan. Sedangkan, perbedaan rata-rata DER sebelum dan sesudah *Seasoned Equity Offerings* adalah sebesar -1.2001 dengan standar deviasi sebesar 5.6886. Hasil perhitungan t statistik menghasilkan nilai sebesar -0.5967 dan signifikansi 0.5695. Nilai negatif pada t statistik tersebut menunjukkan bahwa *mean* DER sebelum penawaran saham tambahan lebih kecil dibandingkan *mean* DER sesudah penawaran saham tambahan. Nilai signifikansi sebesar 0.5695 menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak, yaitu tidak ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukan penawaran saham tambahan.

Perbedaan rata-rata NPM sebelum dan sesudah *Seasoned Equity Offerings* adalah sebesar -0.2349 dengan standar deviasi sebesar 0.4497. Hasil perhitungan t statistik menghasilkan nilai sebesar -1.4775 dan signifikansi 0.1831. Nilai negatif pada t statistik tersebut menunjukkan bahwa *mean* NPM sebelum penawaran saham tambahan lebih kecil dibandingkan *mean* NPM sesudah penawaran saham tambahan. Nilai signifikansi sebesar 0.1831 menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak, yaitu tidak ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukan penawaran saham tambahan.

Demikian halnya pada perbedaan rata-rata ROI sebelum dan sesudah *Seasoned Equity Offerings* adalah sebesar -0.0585 dengan standar deviasi sebesar 0.1447. Hasil perhitungan t statistik menghasilkan nilai sebesar -1.1444 dan signifikansi 0.2901. Nilai negatif pada t statistik tersebut menunjukkan bahwa *mean* ROI sebelum penawaran saham tambahan lebih kecil dibandingkan *mean* ROI sesudah penawaran saham tambahan. Nilai signifikansi sebesar 0.2901 menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak, yaitu tidak ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah dilakukan penawaran saham tambahan.

Hasil uji regresi logistik (Tabel 5) nilai *Cox Snell's R Square* sebesar 0,078 dan nilai Nagelkerke R^2 adalah 0.104 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 10,4%. Dalam hal ini, variabel dependen diwakili oleh kinerja keuangan dan variabel independen diwakili oleh rasio keuangan. Untuk menilai kelayakan model regresi dalam memprediksi digunakan uji *Chi Square Hosmer* dan *Lemshow Test* untuk menguji hipotesis. Dari hasil pengujian pada tabel 4.6. diperoleh nilai *Chi Square* sebesar 3.422 dengan nilai signifikansi sebesar 0.754. Pada hasil tersebut terlihat bahwa nilai signifikansi lebih besar daripada alpha (0.05), yang berarti keputusan yang diambil adalah menerima H_0 yaitu tidak ada perbedaan antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati. Pada tabel klasifikasi terlihat nilai prediksi kinerja keuangan sebelum adalah 6 dan sesudah adalah 3, dengan ketepatan kinerja keuangan sebelum SEO 75% dan kinerja keuangan sesudah SEO adalah 37.5%. Secara keseluruhan hasil klasifikasi menunjukkan persentase ketepatan klasifikasi adalah sebesar 56.3%.

Tabel 5. Regression Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	20,878(a)	0,078	0,104

a Estimation terminated at iteration number 4 because parameter estimates changed by less than 0,001.

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	Df	Sig.
	3,422	6	0,754

Classification Table (a)

			Observed		Predicted
			Kinerja Keuangan		Percentage Correct
			Sebelum	Sesudah	
Step 1	Kinerja Keuangan	Sebelum	6	2	75,0
		Sesudah	5	3	37,5
Overall Percentage					56,3

a The cut value is 0,500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step 1(a)	CR	,527	,958	,302	1	,582	1,693
	DER	,035	,204	,029	1	,866	1,035
	NPM	-,303	1,514	,040	1	,841	,739
	ROI	4,753	8,501	,313	1	,576	115,928
	Constant	-,812	1,037	,613	1	,434	,444

a Variable(s) entered on step 1: CR, DER, NPM, ROI.

Tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penawaran saham tambahan (SEO) disebabkan karena beberapa hal: Pertama, dana yang diperoleh dari penawaran digunakan untuk membayar hutang lancar dan untuk membiayai kegiatan usahanya. Sehingga, menurunnya hutang lancar tersebut secara langsung berpengaruh kepada bertambah besarnya nilai *current ratio* setelah penawaran karena variabel ini diperoleh dari perbandingan aktiva lancar dan hutang lancar. Kedua, krisis ekonomi yang melanda Indonesia membuat hutang perusahaan dalam mata uang asing (khususnya dollar Amerika) yang tidak dilindungi dengan mekanisme *hedging* menjadi berlipat ganda. Berlipatnya hutang ini secara langsung berdampak terhadap *debt equity ratio* karena variabel ini diperoleh dari perbandingan total hutang dan total modal sendiri.

Berdasarkan hasil analisis di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan yang signifikan pada sebelum dan sesudah SEO. Dengan demikian, hipotesis pernyataan yang menyatakan ada perbedaaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah *event* penawaran saham tambahan (SEO) tidak dapat diterima.

PENUTUP

Hasil penelitian menunjukkan bahwa:

1. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah penawaran saham tambahan (SEO). Hal ini diketahui dari hasil uji beda (*paired sample t-test*) yang menunjukkan bahwa t hitung CR, DER, NPM dan ROI yang lebih kecil dari t tabel.
2. Hasil uji logistik regresi menunjukkan bahwa hasil signifikan sebesar 0,754 lebih besar dari daerah α 0,05 yang berarti hipotesis pernyataan ditolak.

Implikasi dari penelitian ini khususnya ditujukan kepada investor dan analis pasar modal dan dunia akademis. Bagi investor dan analis pasar modal untuk lebih berhati-hati dalam menganalisis dan menilai perusahaan yang melakukan penawaran saham tambahan (SEO).

Berdasarkan hasil penelitian, disusun saran sebagai berikut:

1. Bagi dunia akademis yang berniat melakukan penelitian sejenis diharapkan dapat mengembangkan penelitian ini dengan menghubungkan kinerja operasi dengan kinerja saham dan bagi penelitian lebih lanjut diharapkan memperbaiki keterbatasan-keterbatasan yang ada dalam penelitian ini dan disarankan menggunakan sampel yang lebih luas.
2. Bagi investor dan analisis modal diharapkan mencari informasi tambahan diluar informasi yang tercantum dalam prospektus penawaran untuk mengetahui nilai dan kondisi perusahaan yang sesungguhnya.

REFERENSI

- Altman. (1968). Financial analysis and prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23 (4), 584-609.
- Bursa Efek Jakarta. (2007). Statistik perusahaan go-public yang melakukan SEO tahun 2001. Diambil dari <http://www.jsx.co.id/jsx.statistic>. Jakarta Stock Exchange.
- Eckbo, B.E. & Masulis. (1992). Adverse selection and the rights offer paradox. *Journal of Financial Economics*, 32, 293-332.
- Emery, F. (1997). *Principle of financial management*. Prentice Hall.
- Harto, P. (2001). Analisis kinerja perusahaan yang melakukan right issue di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi IV*.
- Hartono, J. (2000). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Edisi 2. Yogyakarta: BPFE.
- Helfert, E.A. (1991). *Analisis laporan keuangan*. Edisi Ketujuh. Jakarta: Erlangga.
- Husnan Suad. (1996). *Dasar-dasar teori portofolio dan analisis sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Loughran, T. & Jay Ritter. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *The Journal of Finance*, 52 (2), 1823-1850.
- Meggison. (1997). *Corporate finance theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Machfoeds, M. (1994). The usefulness of financial ratio in Indonesia. *Jurnal Kelola*. September 94-110.
- Munawir, S. (2002). *Analisis laporan keuangan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: Liberty.
- Pengolahan Data Statistik dengan SPSS 11.5. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Infotek.
- Riyanto Bambang. (1995). *Dasar-dasar pembelanjan perusahaan*. Edisi IV. Yogyakarta: BPFE
- Sartono. (1996). *Manajemen keuangan: Teori dan aplikasi*. Edisi ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Suhardito. (2001). *Analisa ratio-ratio keuangan dalam memprediksi perubahan laba emiten dari industri perbankan*. SNA sesi ke 2.

- Sulistiyanto. (2002). *Seasoned Equity Offering: Benarkah underperformance pasca penawaran*. Pendidikan Network.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, & Wong, T.J. (1998). Earning management dan the underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 53 (6), 1935-1974.
- Thomson. (1991). *Prediction bank failure in 1980's economic review (second quarter)*.
- Weston & Brigham. (1992). *Esensials of managerial finance, tenth edition*. USA: Dryden Press
- Zainuddin & Hartono, Y. (1999). Manfaat ratio keuangan dalam memprediksi pertumbuhan laba: Suatu studi empiris pada perusahaan perbankan di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Riset Akuntansi*, 2 (1), 66-90.

LAMPIRAN

Gambaran Umum Perusahaan Go-public yang Melakukan SEO tahun 2001

Nama	Kode	Ruang Lingkup
PT. Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA	meliputi usaha dalam bidang perkapalan dalam dan luar negeri dengan menggunakan kapal-kapal, termasuk kapal tanker tongkang dan kapal tunda (tugboat)
PT. Bhakti Investama Tbk	BHIT	Berusaha di bidang perindustrian, pertambangan, kehutanan, pengangkutan, pertanian, perkebunan, peternakan, perikanan darat/laut, real estate, arsitektur, pembangunan (pemborongan), jasa dan perdagangan.
PT. Hero Supermarket Tbk	HERO	kegiatan meliputi penjualan retail yaitu bahan-bahan kebutuhan hidup masyarakat dengan segala perlengkapannya
PT. Indocement Tunggul Prakasa Tbk	INTP	kegiatan perusahaan antara lain meliputi pabrik semen dan bahan-bahan bangunan, makanan, tekstil, konstruksi dan perdagangan.
PT. Pasific Utama Tbk	LPPF	meliputi pemberian jasa, perdagangan umum, konstruksi, jasa teknik, transportasi, agrobisnis, percetakan dan pertambangan.
PT. Siloam Health Centre Tbk	TMPI	kegiatan utama bergerak dalam bidang pelayanan kesehatan dengan mendirikan dan mengelola rumah sakit umum dan poliklinik, rumah sakit bersalin dan usaha-usaha lainnya yang berkaitan dengan kesehatan masyarakat.
PT. Tira Austenite Tbk	TIRA	kegiatan perusahaan meliputi usaha dalam bidang ekspor dan impor, perdagangan dan distributor barang-barang teknik serta kontraktor permesinan
PT Zebra Nusantara Tbk	ZBRA	kegiatan terutama di bidang angkutan taksi dan jasa angkutan pada umumnya