

Journal Digital Repository Universitas Jember
MANAJEMEN
USAHAWAN INDONESIA

Vol. 41 No. 4 | Juli - September 2012 | Harga Rp. 20.000,- | ISSN: 0302-9859

- ☑ **Pengaruh *Brand Equity* terhadap *Corporate Reputation*: Suatu Perspektif *Customer Based Brand Equity* dan *Non-Customer Stakeholders Based Brand Equity* Pada Suatu Perusahaan Pertambangan Indonesia**
Resna Handayani & Adi Zakaria Afiff
- ☑ **Kinerja Operasional Pasca-*Right Issue* di Pasar Modal Indonesia: Studi Tahun 2007-2009**
Tatang Ary Gumanti, Elok Sri Utami dan Bambang Sutrisno
- ☑ **Struktur Permodalan Bank: Studi terhadap 31 Bank yang Terdaftar di BEJ Periode 2006-2010**
Linda Kartika Sanistyaningrum & Imo Gandakusuma
- ☑ **Nilai Investasi Berdasarkan *Ambiguity Aversion* dan *Illusion of Control***
Pamela Marchelli & Supramono
- ☑ **Faktor Penentu Kepuasan dan Loyalitas Pelanggan dalam Layanan Jasa Penerbangan: Studi Pada Pengguna Lion Air**
Ignatius Heruwasto & Arrina Wulan Aprilia
- ☑ **Pemilihan *Supplier* Menggunakan *AHP* dengan Kriteria COTOV dan Metode *Five-Point Rating Scale* Pada Industri Percetakan**
Amak Mohamad Yaqoub & Nining Choirunnisak

DAFTAR ISI

- Pengaruh *Brand Equity* terhadap *Corporate Reputation*: Suatu Perspektif *Customer Based Brand Equity* dan *Non-Customer Stakeholders Based Brand Equity* Pada Suatu Perusahaan Pertambangan Indonesia**
 Resna Handayani & Adi Zakaria Afiff 351
- Kinerja Operasional *Pasca-Right Issue* di Pasar Modal Indonesia: Studi Tahun 2007-2009**
 Tatang Ary Gumanti, Elok Sri Utami dan Bambang Sutrisno 372
- Struktur Permodalan Bank: Studi terhadap 31 Bank yang Terdaftar di BEJ Periode 2006-2010**
 Linda Kartika Sanistyaningrum & Imo Gandakusuma 389
- Nilai Invetasi Berdasarkan *Ambiguity Aversion* dan *Illusion of Control***
 Pamela Marchelli & Supramono 406
- Faktor Penentu Kepuasan dan Loyalitas Pelanggan dalam Layanan Jasa Penerbangan: Studi Pada Pengguna Lion Air**
 Ignatius Heruwasto & Arrina Wulan Aprilia 421
- Pemilihan *Supplier* Menggunakan *AHP* dengan Kriteria *COTOV* dan Metode *Five-Point Rating Scale* Pada Industri Percetakan**
 Amak Mohamad Yaqoub & Nining Choirunnisak 436

Jurnal
MANAJEMEN
USAHAWAN INDONESIA

Adalah media triwulanan yang bertujuan memajukan dan menyebarkan ilmu pengetahuan dan keterampilan manajemen, guna meningkatkan daya dan hasil perusahaan/organisasi di Indonesia. Artikel yang dimuat mengutamakan penerapan dan

adaptasi ilmu manajemen dalam masyarakat. Media ini ditujukan kepada para usahawan swasta maupun pemerintah, manajer, mahasiswa dan pihak-pihak lain yang menaruh minat atas pengetahuan manajemen. Artikel yang dimuat tidak selalu mencerminkan pandangan redaksi. Setiap tulisan yang dimuat menjadi hak media ini dan setiap tulisan yang tidak dimuat akan dikembalikan jika disertai perangko secukupnya. Sertakan alamat lengkap; email, no. telpon, no. Rekening Bank pada tulisan yang dikirimkan ke Usahawan

Pelindung: Prof. Firmanzah, PhD (Dekan FEUI)
Pemimpin Umum: Dr. Toto Pranoto, SE, MM
Ketua Dewan Editor: Prof. Dr. Sofjan Assauri

Anggota Dewan Editor:

- Albert Widjaja, PhD (Universitas Indonesia)
- Dr. Buddi Wibowo (Universitas Indonesia)
- Dr. Ir. Dermawan Wibisono, M.Eng (Institut Teknologi Bandung)
- Dr. Dwi Martani (Universitas Indonesia)
- Prof. Dr. FX Sugiyanto (Universitas Diponegoro)
- Prof. Dr. Ir Hariadi Kartodihardjo, MS (Institut Pertanian Bogor)
- Dr. Ir. Ign. Heruwasto (Universitas Indonesia)
- R. Derina, PhD (University of Adelaide, Australia)
- Dr. Ir. Ruslan Prijadi (Universitas Indonesia)
- Dr. Willem Makaliwe (Universitas Indonesia)

Executive Editor: Ferdy S. Nggao, Msi

Pemimpin Usaha : Beniko Kusumagiri

Marketing & Distribution: Jaka Sanwani

Operation : Joko P

ALAMAT REDAKSI: Lembaga Management FEUI, Jl. Salemba Raya No. 4, Jakarta, Telepon: (062)(21) 31934142, 3907410, Faksimil: (062)(21) 31931610, E mail: usahawan_lmfeui@yahoo.com, Website: www.lmfeui.com, Bank BNI Cab. Kramat, No. Rek.0010539802 a.n Lembaga Management FEUI, No. 01604/SK/DTJEN, PPG/STT/1990, SIC: Kep. 096/p.c/1971, ISSN: 0302-9859

Jurnal Manajemen dan Usahawan Indonesia (MUI) pada edisi kali ini hadir dengan perubahan baru dalam hal periode penerbitan. Mulai edisi ini, Jurnal MUI terbit empat kali setahun atau tiga bulanan. Redaksi kali ini mengajikan enam tulisan dari hasil penelitian.

Resna Handayani dan Adi Zakaria Afiff menulis tentang pengaruh *brand equity* terhadap *corporate reputation* dari perspektif *customer based brand equity* dan *non-customer stakeholders based brand equity*, dari hasil penelitian pada suatu perusahaan pertambangan di Indonesia. Dalam penelitiannya, penulis mengembangkan model penelitian Wang et al (2006) dengan menambahkan perspektif *non-customer stakeholders based brand equity perspectives*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *brand equity* dalam pasar industri *business-to-business* berpengaruh positif terhadap *corporate reputation*.

Tatang Ary Gumanti, Elok Sri Utami dan Bambang Sutrisno mengupas kinerja operasional perusahaan pasca-*right issue* di pasar modal Indonesia periode 2007-2009. Hasil penelitian penulis menunjukkan, kinerja operasional perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik dibandingkan kinerja sebelum *right issue*. Sementara Linda Kartika Sanistyaningrum dan Imo Gandakusuma menulis hasil penelitian tentang pengaruh variabel *profitability*, *growth*, *asset tangibility*, *size*, *tax*, dan *non-debt tax shield* terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil penelitian ini, keenam variabel berpengaruh pada struktur modal. Walaupun demikian, terdapat empat variabel yang berpengaruh secara signifikan, yaitu *profitability*, *growth*, *assets tangibility*, *size*, sedangkan dua variabel berpengaruh tidak signifikan. Di samping itu, terdapat tiga variabel (*growth*, *size*, dan *tax*) berpengaruh positif dan tiga variabel (*profitability*, *asset tangibility*, dan *non-debt tax shield*) berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Tulisan lain, tentang nilai investasi berdasarkan aspek psikologis oleh Pamela Marchelli dan Supramono. Tulisan ini merupakan hasil penelitian dengan menggunakan metode eksperimen untuk menguji perbedaan nilai investasi berdasarkan pada aspek psikologis, yaitu *ambiguity aversion* dan *illusion of control*. Eksperimen dilakukan terhadap mahasiswa Program Magister Manajemen Pendidikan Universitas Kristen Satya Wacana, Salatiga, yang sedang mengambil kelas Manajemen Keuangan. Hasil penelitian ini menunjukkan, siswa mengalami *ambiguity aversion* dan *illusion of control*, tapi investasi mereka cenderung tidak mengalami perbedaan.

Sementara Ignatius Heruwasto dan Arrina Wulan Aprilia menyajikan tulisan terkait faktor-faktor penentu kepuasan pelanggan dan pengaruh kepuasan terhadap loyalitas pelanggan, sebagai hasil penelitian terhadap penumpang Lion Air. Kepuasan pelanggan dilihat dari kelima dimensi kualitas layanan menurut Parasuraman (1988), yaitu *tangible*, *reliability*, *responsiveness*, *assurance*, dan *emphaty*. Hasil penelitian menunjukkan, dari kelima dimensi yang diteliti, hanya dua faktor yang terbukti mendorong kepuasan pelanggan, yaitu *assurance* dan *empathy*.

Tulisan terakhir dari Amak Mohamad Yaqoub dan Nining Choirunnisak, tentang pemilihan *supplier* yang dilakukan industri percetakan melalui *Analytical Hierarchy Method* (AHP) dengan kriteria COTOV (*Capital expenditure*, *Operating expenditure*, *Technical*, *Operational*, and *Vendor*) dan metode *Five-Point Rating Scale* (*outstanding*, *good*, *average*, *fair*, dan *poor*).

Mudah-mudahan sajian kami kali ini dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Selamat membaca!

Kinerja Operasional Pasca-Right Issue di Pasar Modal Indonesia: Studi Tahun 2007-2009

Tatang Ary Gumanti
Elok Sri Utami
Bambang Sutrisno

ABSTRAK

Right issue is limited share offer prioritized to existing shareholders with the purpose of obtaining additional capital of the firm. Additional funds generated from right issue are expected to enable firm in improving its financial performances in the future. The funds from the issue could be used either for investment purposes or payout the firm's debt. Thus, important aspect related to right issue is whether financial performances of the firm would improve after generating additional funds. This study aims to analyze the effect of right issue on operating performance of the firm. This study uses secondary data from the Indonesian Stock Exchange over the periods of 2007-2009. A sample of 18 right issues met the criteria selection. There are four operating performance measures to be examined, namely operating return on assets (ORA), operating cash flow to total assets (OCFTA), sales growth, and total assets turnover (TATO). The operating performance of the company after right issue is not better than before right issue. In other words, the study does not find consistent and significant difference among four variables being examined, although there is a tendency of declining performance after the right issue. This means that firms are unable to improve their financial performance, at least in the short term.

KEYWORDS : *Right issue, operating performance, capital market*

ABSTRAK

Right issue, dalam bahasa Indonesia disebut Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, adalah penawaran saham terbatas yang ditujukan kepada pemegang saham lama dengan tujuan untuk menambah modal perusahaan. Tambahan modal yang masuk ke dalam perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kinerja keuangan di masa mendatang. Dana dari hasil *right issue* juga ada yang digunakan untuk keperluan investasi atau membayar hutang perusahaan. Isu menarik terkait dengan *right issue* adalah apakah kinerja keuangan perusahaan akan meningkat setelah mendapatkan tambahan dana. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *right issue* terhadap kinerja operasional perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder atas perusahaan-perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2009. Sebanyak 18 perusahaan memenuhi kriteria penetapan sampel. Ada empat ukuran kinerja operasional yang diuji, yaitu tingkat pengembalian operasi atas aset (*operating return on assets* (ORA), aliran kas operasi atas total aset (*operating cash flow to total assets* (OCFTA), pertumbuhan penjualan (*sales growth*), dan perputaran total aset (*total assets turnover* (TATO). Kinerja operasional perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik atau dapat dikatakan tidak berbeda dengan kinerja sebelum *right issue*. Dengan kata lain, penelitian ini tidak menemukan adanya perbedaan kinerja yang konsisten dan signifikan pada keempat ukuran yang diuji walaupun secara umum tren kinerjanya memang cenderung menurun. Artinya, *right issue* yang dilakukan oleh perusahaan tidak mampu meningkatkan kinerja operasional perusahaan, setidaknya dalam jangka pendek.

KATA KUNCI : Right issue, kinerja operasional, bursa efek

Tatang Ary Gumanti

Guru Besar Fakultas Ekonomi Universitas Jember Sarjana Ekonomi (FE-UNEJ); menyelesaikan pendidikan S1 pada Jurusan Manajemen FE-UNEJ tahun 1989; pendidikan S2 (Master Business Accounting) pada School of Accounting Faculty of Business, Edith Cowan University, Perth, Western Australia, 1996; pendidikan S-3 (Doctor of Philosophy) bidang Finance pada School of Economics and Business, Faculty of Business, Edith Cowan University Perth, Western Australia, 2000. Alamat kontak: Fakultas Ekonomi Universitas Jember, Jl. Jawa 17, Jember – Jawa Timur 68121; Telp.: (0331) 337 990, 332 150, 332 735; Fax.: (0331) 332 150; Email: tatangag@yahoo.com.

Elok Sri Utami

Staf pengajar (Lektor Kepala) Fakultas Ekonomi Universitas Jember Sarjana Ekonomi (FE-UNEJ); menyelesaikan pendidikan S1 FE-UNEJ tahun 1988; pendidikan S2 Universitas Airlangga tahun 1997; pendidikan S3 pada Universitas Brawijaya tahun 2011. Alamat kontak: Fakultas Ekonomi Universitas Jember, Jl. Jawa 17, Jember – Jawa Timur 68121; Telp.: (0331) 337 990, 332 150, 332 735; Fax.: (0331) 332 150; Email: elok_utami@yahoo.co.id

Bambang Sutrisno

Lulusan S1 Fakultas Ekonomi Universitas Jember tahun 2012. Email: bambang_sutrisnofeunej@yahoo.com

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Right issue merupakan penawaran saham susulan dengan prioritas kepada pemegang saham lama. Ada beberapa alasan yang mendasari mengapa perusahaan melakukan *right issue*, misalnya untuk menambah modal perusahaan, perluasan investasi atau untuk pembayaran hutang. Dana yang diperoleh dari *right issue* harus dapat digunakan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Pertanyaan yang perlu dijawab adalah apakah benar *right issue* mampu meningkatkan kinerja internal perusahaan. Apabila kinerja perusahaan tidak membaik setelah melakukan *right issue*, maka kepercayaan terhadap perusahaan akan berkurang.

Kinerja perusahaan dapat dilihat dari kinerja saham dan kinerja operasional. Kinerja saham menunjukkan respon pasar yang dapat diukur dengan menggunakan nilai pasar saham perusahaan yang beredar di pasar modal. Sedangkan kinerja operasional mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dalam jangka pendek yang dapat diukur dengan menggunakan data fundamental perusahaan, yaitu data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan.

Tahun 2006 sampai dengan 2010 di pasar modal Indonesia terdapat 110 perusahaan yang melakukan *right issue*, di mana pada tahun 2010 terdapat 30 peristiwa. Artinya, dalam waktu lima tahun seperempat perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) melakukan *right issue*. Fenomena ini tentu menarik untuk dikaji, karena McLaughlin *et al.* (1996) menunjukkan bahwa kinerja operasional perusahaan mengalami penurunan secara signifikan pada

periode tiga tahun pasca *right issue* di pasar modal Amerika. Sedangkan Scholes (1972) menemukan bukti bahwa tidak ditemukan lagi adanya *abnormal return* pada satu bulan sesudah pengumuman *right issue*. Artinya, ada kecenderungan bahwa kinerja saham dan kinerja operasional perusahaan turun setelah *right issue*.

1.2. Rumusan Masalah

Pertanyaan penelitian yang mengemuka adalah apakah perusahaan yang melakukan *right issue* akan mengalami penurunan kinerja saham dan peningkatan kinerja operasional sesudah *right issue*. Penurunan kinerja saham dapat dilihat dari penurunan harga saham yang dapat disebabkan oleh dua hal. Pertama, secara teoritis, harga penawaran *right issue* lebih rendah dari harga pasar saham yang berlaku, sehingga harga pasar saham pasca *right issue* akan mengalami penurunan karena adanya penyesuaian harga. Kedua, penurunan harga saham tersebut karena informasi *right issue* memberikan sinyal negatif kepada pasar.

Sedangkan peningkatan kinerja operasional sesudah *right issue* disebabkan karena perusahaan yang melakukan *right issue* telah mendapatkan tambahan dana dari kegiatan *right issue* yang dilakukan. Jika perusahaan dapat menggunakan dana dari hasil *right issue* tersebut dengan benar, maka kinerja operasional perusahaan akan meningkat.

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *right issue* terhadap kinerja operasional (*operating performance*) perusahaan yang meliputi tingkat pengembalian operasi atas aset (*operating*

return on assets), aliran kas operasi atas total aset (*operating cash flow to total assets*), pertumbuhan penjualan (*sales growth*), dan perputaran total aset perusahaan (*total assets turnover*). sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue*. Hasil studi menunjukkan bahwa kinerja operasional perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue*.

2. TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Kebijakan *right issue* merupakan upaya emiten untuk menambah jumlah saham yang beredar guna menambah modal perusahaan. Sebab dengan mengeluarkan saham baru melalui *right issue* berarti pemegang saham lama harus mengeluarkan uang untuk membeli saham yang berasal dari *right issue* tersebut.

Perusahaan yang melakukan *right issue* akan memperoleh tambahan dana melalui penawaran saham yang dilakukan. Tambahan dana yang diperoleh dapat digunakan untuk menambah modal kerja perusahaan, investasi, atau untuk membayar hutang yang jatuh tempo. Rencana penggunaan dana yang diperoleh dari *right issue* dapat dilihat di dalam prospektus perusahaan yang melakukan *right issue*. Sebagai contoh yaitu PT. Indonesia Air Transport Tbk yang melakukan *right issue* pada 5 Desember 2008 dimana di dalam prospektus dijelaskan 31,96% dana hasil *right issue* akan digunakan untuk penyewaan pesawat Boeing, 40,64% untuk modal kerja perseroan, 22,83% untuk jaminan pemeliharaan pesawat, dan 4,57% untuk peningkatan infrastruktur. PT. Berlian Laju Tanker Tbk melakukan *right issue* pada 30 Juni 2009 dan disebutkan bahwa dana hasil *right issue*, setelah dikurangi biaya-biaya emisi, akan

digunakan untuk modal kerja Perseroan dan Anak Perusahaan. Perusahaan yang melakukan *right issue* seharusnya memiliki kinerja yang lebih baik sesudah *right issue* dibandingkan dengan sebelum *right issue* karena perusahaan telah memperoleh tambahan dana dari kegiatan *right issue* tersebut.

Kinerja operasional menyangkut beberapa ukuran, misalnya tingkat pengembalian operasi atas aset, aliran kas operasi atas total aset, pertumbuhan penjualan, dan perputaran total aset. Kinerja merupakan prestasi dari suatu kegiatan yang nyata. Sedangkan operasi adalah kegiatan usaha dari perusahaan yang berkaitan dengan penjualan, perputaran aset, perputaran kas maupun perubahan modal. Proses operasi perusahaan juga mencerminkan aktivitas yang dilakukan perusahaan.

Baik atau tidaknya kinerja operasional perusahaan setelah *right issue* dapat dilihat dari rasio-rasio kinerja operasional untuk mengevaluasi kinerja operasional perusahaan pasca adanya suatu kejadian, dalam hal ini adalah analisis kinerja operasional setelah *right issue*. Penerbitan *right issue* biasanya ditujukan untuk memperoleh tambahan dana dari masyarakat baik untuk keperluan ekspansi, restrukturisasi, dan lainnya. Perusahaan yang tidak melakukan *right issue* tidak terlalu kuatir dengan masalah terkait kinerja operasionalnya, atau sumber dana eksternal didapat tidak melalui *right issue*. Rasio-rasio kinerja operasional akan membaik pasca *right issue* apabila dana hasil dari *right issue* dikelola dengan baik (Jurin, 1988).

McLaughlin et al. (1996), Loughran dan Ritter (1997), dan Friday et al. (2000) meneliti kinerja operasional di sekitar *right issue*. McLaughlin et al. (1996) meneliti *cash flow to*

book value of assets ratio dan *cash flow to sales ratio* yang merupakan proksi dari *operating performance* di Amerika Serikat Hasil analisis menunjukkan bahwa kinerja operasional menurun secara signifikan pada periode tiga tahun pasca terjadinya SEO dengan tingkat penurunan sebesar 20%. Artinya, manajemen tidak mampu mempertahankan kinerja operasionalnya pasca SEO. Implikasi dari ditemukannya penurunan kinerja operasional adalah manajemen berusaha untuk menaikkan kinerja perusahaan pada periode-periode sebelum SEO, dalam rangka untuk membuat pemilik saham lama tertarik untuk membeli saham baru yang diterbitkan perusahaan.

Loughran dan Ritter (1997) menguji kinerja operasional perusahaan lima tahun sebelum dan lima tahun sesudah *right issue* dan menunjukkan bahwa dalam jangka panjang kinerja perusahaan mengalami penurunan sesudah melakukan *right issue*. Rasio *profit margin* dan *Return On Investment* mengalami penurunan selama empat tahun sesudah penawaran saham tersebut. Hal ini menunjukkan adanya upaya manajemen perusahaan untuk memanipulasi kinerja sebelum melakukan SEO agar kinerja perusahaan pada saat *right issue* kelihatan bagus.

Friday *et al.* (2000) meneliti kinerja operasional pasca penawaran saham susulan pada 177 perusahaan kelompok *Real Estate Investment Trusts* (REIT) di Amerika Serikat. Rasio aliran kas terhadap nilai buku, baik yang belum disesuaikan dengan industri maupun yang telah disesuaikan oleh masing-masing perusahaan diuji perubahannya selama tujuh tahun, yaitu tiga tahun sebelum, saat, dan tiga tahun sesudah *right issue*. Hasil penelitian

secara umum menunjukkan bahwa kinerja operasional perusahaan mengalami peningkatan pasca *right issue*. Friday *et al.* menyatakan bahwa temuan mereka bias jadi merupakan anomali karena kecenderungan selama ini kinerja operasional pasca *right issue* adalah menurun. Sebaliknya, Gosh *et al.* (2011) yang juga meneliti *Real Estate Investment Trusts* (REIT) menemukan bahwa kinerja operasi juga menunjukkan penurunan pasca *right issue*. Fu (2010) juga melaporkan hal sama untuk sampel perusahaan di NYSE, AMEX, atau NASDAQ yang menggunakan dana *right issue* secara berlebihan pada investasi, yaitu adanya penurunan kinerja operasional pasca *right issue*.

3. METODE PENELITIAN

3.1. Pendekatan Penelitian

Analisis kinerja operasional dalam penelitian ini mengacu pada penelitian Jain dan Kini (1994), di mana model pengujian yang dilakukan menggunakan model tahun dasar (*benchmark*). Tahun dasar yang dimaksud adalah tahun -1 atau satu tahun sebelum *right issue* di mana laporan keuangan terlengkap. Tahun ke-0 adalah tahun di mana perusahaan melakukan *right issue*. Secara skematis, bentangan periode pengujian kinerja operasional ditunjukkan oleh Gambar 1.

3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang melakukan *right issue* untuk periode tahun 2007-2009. Alasan pemilihan periode tahun 2007 sampai tahun 2009 karena periodenya lebih terkini sekaligus agar hasil

penelitian nantinya dapat menggambarkan kondisi kinerja perusahaan sebelum dan sesudah krisis finansial global. Adapun teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah menggunakan metode *purposive sampling*, dengan menggunakan kriteria berikut:

- Perusahaan melakukan satu kali kebijakan *right issue* selama periode penelitian. Hal ini ditetapkan karena penggunaan sampel perusahaan yang melakukan *right issue* lebih dari satu kali (*double right issue*) dalam periode waktu yang berdekatan akan menyulitkan dalam penentuan peristiwa mana yang menyebabkan reaksi pasar.
- Perusahaan tidak melakukan *right issue* pada periode bulan Januari sampai Mei karena laporan keuangan tahunan perusahaan belum diaudit sehingga jika dimasukkan dalam perhitungan belum mencerminkan kondisi riil perusahaan.
- Perusahaan tidak termasuk dalam sektor keuangan, dimana sektor keuangan terbagi dalam sub sektor perbankan, lembaga pembiayaan, perusahaan sekuritas, asuransi, dan reksadana. Hal ini disyaratkan karena

penekanan analisis rasio-rasio di sektor keuangan berbeda dengan penekanan analisis rasio-rasio di sektor lain.

- Perusahaan tidak melakukan *corporate actions* yang lain (seperti merger atau akuisisi) pada periode satu tahun sebelum dan sesudah *right issue*, karena bila perusahaan melakukan *corporate actions* pada periode penelitian, akan mempengaruhi kinerja operasionalnya.

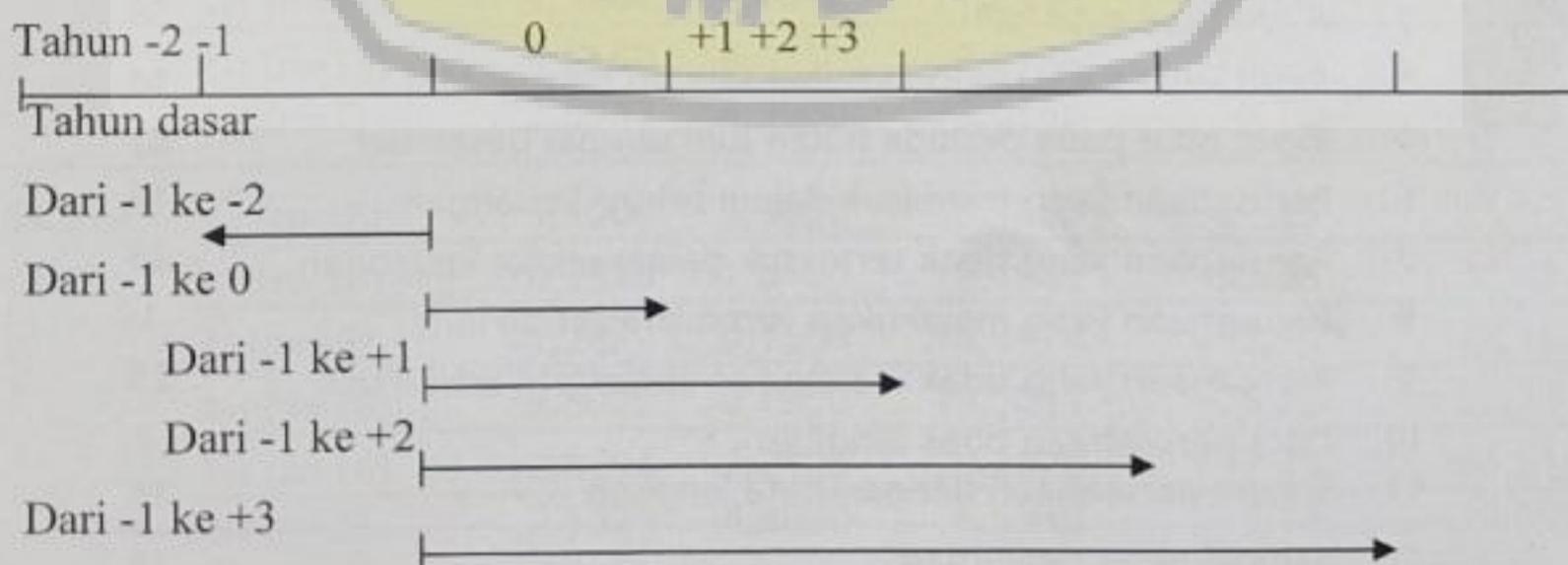
3.3. Hipotesis Penelitian

Mengacu pada kajian teori dan bukti empiris yang ada, penelitian ini enduga bahwa idealnya dana yang diperoleh dari *right issue* dapat digunakan dengan baik oleh perusahaan sehingga kinerja operasional perusahaan seharusnya meningkat. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H_1 : Tingkat pengembalian operasi atas aset perusahaan sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue*.

H_2 : Aliran kas operasi atas total aset perusahaan sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue*.

Gambar 1 Deskripsi Rentang Tahun Pengujian Kinerja operasional



H_3 : Pertumbuhan penjualan perusahaan sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue*.

H_4 : Perputaran total aset perusahaan sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue*.

3.4. Variabel dan Pengukuran

Kinerja operasional perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dalam jangka pendek dan akan diukur dengan rasio-rasio *operating performance* (Jain dan Kini, 1994). Kinerja operasional diukur dengan menggunakan empat variabel, yaitu tingkat pengembalian operasi atas aset (*operating return on assets* (ORA)), aliran kas operasi atas total aset (*operating cash flow to total assets* (OCFTA)), pertumbuhan penjualan (*sales growth*), dan perputaran total aset (*total assets turnover* (TATO)).

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Profil Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang melakukan *right issue* di BEI tahun 2007-2009. Selama periode tersebut, terdapat 59 *right issue*, dan ada beberapa perusahaan yang melakukan *right issue* dua kali. Pada tahun 2007 terdapat 25 peristiwa *right issue*, tahun 2008 juga terdapat 25 peristiwa, dan terdapat 12 peristiwa *right issue* pada tahun 2009.

Penentuan sampel dalam penelitian ini berdasarkan metode *purposive* dapat dilihat dalam Tabel 1.

Dari 59 perusahaan yang melakukan *right issue* pada tahun 2007-2009, terdapat 3 perusahaan yang melakukan *double right issue* yaitu Mitra Rajasa Tbk (MIRA), Citra Kebun Raya Agri Tbk (CKRA), dan Ancora Indonesia Resources Tbk (OKAS). Dari 56 saham yang

Tabel 1 Proses Penentuan Sampel Penelitian

No.	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1.	<i>Right issue</i> tahun 2007-2009	59
2.	<i>Double right issue</i> tahun 2007-2009	3
3.	<i>Right issue</i> satu kali	56
4.	<i>Right issue</i> pada periode bulan Januari sampai Mei	14
5.	<i>Right issue</i> pada periode bulan Juni sampai Desember	42
6.	Perusahaan yang termasuk dalam sektor keuangan	16
7.	Perusahaan yang tidak termasuk dalam sektor keuangan	26
8.	Perusahaan yang melakukan <i>corporate action</i> lain	1
9.	Perusahaan yang tidak melakukan <i>corporate action</i> lain	25
10.	Data perusahaan tidak lengkap	7
11.	Saham perusahaan dengan data lengkap	18
12.	Sampel akhir penelitian	18

melakukan *right issue* satu kali, terdapat 14 perusahaan yang melakukan *right issue* pada periode bulan Januari sampai Mei. Dari 42 saham yang melakukan *right issue* pada periode bulan Juni sampai Desember, ada 16 perusahaan yang termasuk dalam sektor keuangan. Kemudian dari 26 perusahaan yang tidak termasuk dalam sektor keuangan, ada satu perusahaan yang melakukan *corporate action* lain yaitu Charoen Pokphand Indonesia Tbk (CPIN) yang melakukan pembagian dividentunai setelah 5 hari mengumumkan *right issue*. Total sampel akhir penelitian sebanyak 18 perusahaan.

4.2. Uji Normalitas

Rasio-rasio *operating performance* yang digunakan dalam penelitian ini meliputi tingkat pengembalian operasi atas aset, aliran kas operasi atas aset total, pertumbuhan penjualan,

dan perputaran aset total. Ukuran tendensi sentral masing-masing rasio *operating performance* dihitung untuk sebelum dan sesudah *right issue*. Ada perbedaan jumlah sampel (n) pada masing-masing tahun pengujian kinerja operasional untuk setiap rasio *operating performance*. Tabel 2 menyajikan deskripsi statistik rasio-rasio *operating performance* sebelum dan sesudah *right issue*.

Pada Tabel 2 dapat diketahui bahwa rata-rata nilai *operating return on assets* (ORA) berfluktuasi. Hal ini berarti pergerakan nilai rata-rata ORA tidak dapat diprediksi dengan baik. Hal yang sama juga terdapat pada nilai median ORA yang cenderung berfluktuasi dari tahun ke tahun. Nilai median ORA mengalami penurunan pada periode satu tahun sesudah *right issue*, namun kemudian terjadi peningkatan pada periode dua tahun setelah

Tabel 2 Deskripsi Statistik Rasio-Rasio Operating Performance

Variabel	Periode	Mean	Median	Standard Deviation	Minimum	Maximum
ORA (%)	t-2 (n=18)	2,4311	5,5000	17,0657	-55,12	20,65
	t-1 (n=18)	0,3589	4,6300	17,4201	-54,67	20,90
	t ₀ (n=18)	-0,3478	4,6800	19,3901	-68,83	19,25
	t+1 (n=18)	1,7544	1,4650	11,9844	-20,94	21,18
	t+2 (n=16)	3,6150	4,6750	8,6185	-14,43	17,38
	t+3 (n=7)	2,5943	4,5900	6,0366	-6,78	8,73
OCFTA (%)	t-2 (n=18)	1,1000	3,6850	18,3655	-63,15	21,03
	t-1 (n=18)	0,3928	-1,0400	19,4935	-55,38	30,43
	t ₀ (n=18)	-1,2839	0,1200	18,9174	-53,99	28,19
	t+1 (n=18)	3,3022	0,7900	13,5051	-26,22	32,27
	t+2 (n=16)	10,8494	7,2400	20,2926	-7,34	81,61
	t+3 (n=7)	2,5929	4,3800	6,5970	-9,17	10,66

Tabel 2 Deskripsi Statistik Rasio-Rasio Operating Performance (Lanjutan)

Sales Growth (%)	t ₋₂ (n=16)	9,6519	8,0300	41,5843	-82,82	103,30
	t ₋₁ (n=18)	10,7139	14,9050	39,7039	-87,53	92,37
	t ₀ (n=18)	12,6906	17,9650	41,3160	-83,07	84,37
	t ₊₁ (n=18) ^a	85,4344	7,2950	306,8239	-53,48	1.303,04
	t ₊₁ (n=17) ^b	13,8106	6,2300	43,7484	-53,48	158,67
	t ₊₂ (n=16)	-4,8894	-0,8500	27,2451	-91,96	27,64
	t ₊₃ (n=7)	28,8500	21,5100	17,9593	9,89	62,71
TATO (kali)	t ₋₂ (n=18)	0,5592	0,4729	0,4189	0,0012	1,4157
	t ₋₁ (n=18)	0,5435	0,5097	0,4016	0,0149	1,4042
	t ₀ (n=18)	0,5441	0,4960	0,4353	0,0135	1,3612
	t ₊₁ (n=18)	0,6898	0,6556	0,4504	0,0182	1,5549
	t ₊₂ (n=16)	0,7133	0,7249	0,5186	0,0016	1,7350
	t ₊₃ (n=7)	0,8559	0,6741	0,7405	0,1624	2,3239

Keterangan :

^a = saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis. ^b = saat data ekstrim tidak dimasukkan dalam analisis. ORA = operating return on assets, OCFTA = operating cash flow to total assets, TATO = total assets turn over

right issue dan terjadi penurunan kembali pada periode satu tahun kemudian. Deviasi standar ORA tertinggi terdapat pada tahun ke-nol (tahun saat perusahaan melakukan *right issue*). ORA minimum semuanya bernilai negatif. Nilai maksimum tertinggi ORA terjadi pada periode satu tahun *pasca right issue*, namun nilai maksimum ORA justru menunjukkan tren yang menurun pada periode dua tahun dan tiga tahun setelah *right issue*.

Nilai rata-rata OCFTA mengalami peningkatan pada periode satu tahun dan dua tahun setelah *right issue*, namun terjadi penurunan yang tajam pada periode tiga tahun setelah *right issue*. Hal yang sama juga terjadi pada nilai median OCFTA yang mengalami

peningkatan pada periode satu tahun dan dua tahun sesudah *right issue* kemudian mengalami penurunan pada periode tiga tahun sesudah *right issue*. Deviasi standar OCFTA tertinggi terdapat pada periode dua tahun sesudah *right issue*, hal tersebut dapat mempengaruhi pergerakan data yang semakin menyebar dan bervariasi. Sama halnya dengan ORA, nilai minimum OCFTA semuanya negatif.

Karena terdapat data yang ekstrim pada perhitungan rasio *sales growth*, pada Tabel 2 ditampilkan dua nilai untuk deskripsi statistik rasio *sales growth*, yaitu saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis (ditandai dengan ^a) dan saat data ekstrim tidak dimasukkan dalam analisis (ditandai dengan ^b). Rata-rata *sales*

growth cenderung berfluktuasi dari tahun ke tahun. Saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis terlihat rata-rata *sales growth* begitu ekstrim daripada periode-periode yang lainnya. Sedangkan saat data ekstrim tidak dimasukkan terlihat rata-rata *sales growth* tidak ekstrim jika dibandingkan dengan nilai rata-rata pada periode-periode yang lainnya. Idealnya data ekstrim dibuang agar tidak menimbulkan bias dalam analisis. Median *sales growth* mengalami penurunan pada tahun pertama dan kedua pasca-*right issue*, namun kemudian meningkat tajam di tahun ketiga. Deviasi standar tertinggi terdapat pada periode satu tahun setelah *right issue*, baik pada saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis maupun tidak.

Rata-rata TATO mengalami peningkatan sesudah *right issue*. Hal tersebut mengindikasikan bahwa secara rata-rata TATO perusahaan yang diamati mengalami peningkatan sesudah *right issue*. Median TATO mendekati nilai rata-rata TATO yang berarti distribusi data mendekati normal. Deviasi standar TATO tertinggi terdapat pada periode tiga tahun sesudah *right issue* yang berarti bahwa pergerakan data pada periode tiga tahun sesudah *right issue* semakin menyebar dan bervariasi.

Pengujian normalitas data yang kedua dilakukan terhadap data rasio-rasio *operating performance* yang meliputi *operating return on assets (ORA)*, *operating cash flow to total assets (OCFTA)*, *sales growth*, dan *total assets turnover (TATO)*. Nilai alfa yang digunakan adalah 1%, 5%, dan 10%. Pemilihan nilai alfa disesuaikan dengan nilai *p-value* pada perhitungan statistik. Hasil pengujian normalitas data rasio-rasio *operating performance* disajikan dalam Tabel 3.

4.3. Uji Hipotesis

Tabel 4 menyajikan data tentang pola distribusi data pada masing-masing bentangan waktu untuk keperluan pengujian hipotesis 1, 2, 3, dan 4. Sebagaimana dapat dilihat pada Tabel 4, tidak semua data memiliki distribusi normal. Oleh karena itu, untuk distribusi data yang tidak normal, pengujiannya dilakukan dengan menggunakan uji beda median sedangkan untuk distribusi data yang normal, pengujiannya menggunakan uji beda rata-rata.

Hasil uji beda ada tidaknya perbedaan kinerja operasional pada perusahaan yang melakukan *right issue* ditunjukkan dalam Tabel 5. Pengujian hipotesis yang dirangkum dalam Tabel 5 disajikan dalam format berbasis bentangan waktu yang berbeda beda dengan tahun dasar adalah -1 atau satu tahun sebelum *right issue*.

Panel A Tabel 5 menunjukkan selisih rata-rata ORA yang mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Selisih rata-rata ORA dari tahun kedua sebelum *right issue* ke tahun dasar signifikan pada tingkat 10%, sedangkan selisih rata-rata ORA pada bentangan waktu pengujian yang lain secara statistik tidak signifikan. Dengan demikian tingkat pengembalian operasi atas aset perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue*. Artinya, penelitian ini tidak dapat membuktikan hipotesis alternatif pertama (H_1) yang menyatakan bahwa tingkat pengembalian operasi atas aset perusahaan sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue*. Kenyataan ini menunjukkan bahwa perusahaan secara rata-rata tidak mampu meningkatkan pengelolaan aset yang digunakan untuk menghasilkan laba operasi di atas periode sebelum *right issue*.

Tabel 3 Hasil Uji Normalitas Rasio-Rasio Operating Performance

Variabel	Periode	Probabilitas	Distribusi Normal
ORA (%)	t-2 (n=18)	0,001	Tidak
	t-1 (n=18)	0,003	Tidak
	t0 (n=18)	0,000	Tidak
	t+1 (n=18)	0,616	Ya
	t+2 (n=16)	0,873	Ya
	t+3 (n=7)	0,116	Ya
OCFTA (%)	t-2 (n=18)	0,000	Tidak
	t-1 (n=18)	0,063	Tidak
	t0 (n=18)	0,000	Tidak
	t+1 (n=18)	0,325	Ya
	t+2 (n=16)	0,000	Tidak
	t+3 (n=7)	0,756	Ya
Sales Growth (%)	t-2 (n=16)	0,215	Ya
	t-1 (n=18)	0,119	Ya
	t0 (n=18)	0,829	Ya
	t+1 (n=18) ^a	0,000	Tidak
	t+1 (n=17) ^b	0,001	Tidak
	t+2 (n=16)	0,002	Tidak
	t+3 (n=7)	0,275	Ya
TATO (kali)	t-2 (n=18)	0,162	Ya
	t-1 (n=18)	0,097	Tidak
	t0 (n=18)	0,203	Ya
	t+1 (n=18)	0,675	Ya
	t+2 (n=16)	0,630	Ya
	t+3 (n=7)	0,148	Ya

Keterangan : ^a = saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis

^b = saat data ekstrim tidak dimasukkan dalam analisis

Tabel 4 Pola Distribusi Data Pada Masing-Masing Bentangan Waktu Pengujian

Variabel	Tahun Relatif Terhadap Pelaksanaan <i>Right Issue</i>				
	Dari -2 ke -1	Dari -1 ke 0	Dari -1 ke +1	Dari -1 ke +2	Dari -1 ke +3
ORA	tidak normal	tidak normal	tidak normal	tidak normal	normal
OCFTA	tidak normal	normal	normal	normal	normal
<i>Sales Growth</i>	tidak normal	normal	normal ^a	normal	normal
TATO	tidak normal	normal	normal	normal	normal

Keterangan : a = saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis
 b = saat data ekstrim tidak dimasukkan dalam analisis

Tabel 5 Uji Beda Kinerja operasional Perusahaan yang Melakukan *Right Issue*

Keterangan	Tahun Relatif Terhadap Pelaksanaan <i>Right Issue</i>				
	Dari -2 ke -1 -2 -1	Dari -1 ke 0 -1 0	Dari -1 ke +1 -1 +1	Dari -1 ke +2 -1 +2	Dari -1 ke +3 -1 +3
Panel A : <i>Operating Return on Assets (ORA)</i>					
Median (%)	5,5000 4,6300	4,6300 4,6800	4,6300 1,4650	2,9850 4,6750	-9,9700 4,5900
Selisih Median (%)	-0,8700	0,0500	-3,1650	1,6900	14,5600
Rata-rata (%)	2,4311 0,3589	0,3589 -0,3478	0,3589 1,7544	-0,4481 3,6150	-9,1671 2,5943
Selisih Rata-rata (%)	-2,0722*	-0,7067	1,3955	4,0631	11,7614
P-Value (median)	0,1635	0,2360	0,4740	0,3780	0,1185
P-Value (mean)	0,0915	0,3175	0,2765	0,1755	0,1300
Kesimpulan	H ₀ diterima	H ₀ diterima	H ₀ diterima	H ₀ diterima	H ₀ diterima
n	18	18	18	16	7
Panel B : <i>Operating Cash Flow to Total Assets (OCFTA)</i>					
Median (%)	3,6850 1,0400	-1,0400 0,1200	-1,0400 0,7900	-1,6200 7,2400	-7,9400 4,3800
Selisih Median (%)	-4,7250	1,1600	1,8300	8,8600**	12,3200*
Rata-rata (%)	1,1000 0,3928	0,3928 -1,2839	0,3928 3,3022	-1,3131 10,8494	-8,9114 2,5929
Selisih Rata-rata (%)	-0,7072	-1,6767	2,9094	12,1625**	11,5040*
P-Value (median)	0,3395	0,4225	0,2360	0,0195	0,0880
P-Value (mean)	0,4065	0,3350	0,1520	0,0255	0,0755
Kesimpulan	H ₀ diterima	H ₀ diterima	H ₀ diterima	H ₀ ditolak	H ₀ diterima
n	18	18	18	16	7

Tabel 5 Uji Beda Kinerja operasional Perusahaan yang Melakukan Right Issue (Lanjutan)

Keterangan	Tahun Relatif Terhadap Pelaksanaan <i>Right Issue</i>						
	Dari -2 ke -1 -2 -1	Dari -1 ke 0 -1 0	Dari -1 ke +1 -1 +1	Dari -1 ke +2 -1 +2	Dari -1 ke +3 -1 +3		
Panel C : Sales Growth							
Median (%)	8,0300	14,9050	14,9050	17,9650	14,9050 ^a 7,2950 ^a	11,1700 -0,8500	4,7100 21,5100
Selisih Median (%)	6,8750	3,0600			-7,6100 ^a	-12,0200	16,8000**
					18,4600 ^b 6,2300 ^b		
					-12,2300 ^b		
Rata-rata (%)	9,6519	9,0138	10,7139	12,6906	10,7139 ^a 85,4344 ^a	3,4475 -4,8894	-9,6800 28,8500
Selisih Rata-rata (%)	-0,6381	1,9767			74,7205 ^a	8,3369	38,5300**
					10,6765 ^b 13,8106 ^b		
					3,1341 ^b		
P-Value (median)	0,3980	0,3885			0,4565 ^a	0,1170	0,0315
					0,2930 ^b		
P-Value (mean)	0,4705	0,4440			0,1590 ^a	0,1235	0,0265
					0,4050 ^b		
Kesimpulan	H ₀ diterima	H ₀ diterima			H ₀ diterima ^a	H ₀ diterima	H ₀ ditolak
					H ₀ diterima ^b		
n	16	18			18 ^a	16	7
					17 ^b		
Panel D : Total Assets Turnover (TATO)							
Median (%)	0,4729	0,5097	0,5097	0,4960	0,5097 0,6556	0,5970 0,7249	0,4404 0,6741
Selisih Median (%)	0,0368		-0,0137		0,1459	0,1279	0,2337**
Rata-rata (%)	0,5592	0,5435	0,5435	0,5441	0,5435 0,6898	0,5676 0,7133	0,3906 0,8559
Selisih Rata-rata (%)	-0,0157		0,0006		0,1463**	0,1457*	0,4653*
P-Value (median)	0,3080		0,4740		0,1335	0,3025	0,0455
P-Value (mean)	0,3865		0,4955		0,0330	0,0735	0,0535
Kesimpulan	H ₀ diterima		H ₀ diterima		H ₀ ditolak	H ₀ diterima	H ₀ diterima
n	18		18		18	16	7

Keterangan :

- 1) ***, **, dan * menunjukkan signifikan berturut-turut pada tingkat 1%, 5%, dan 10%.
- 2) ^a = saat data ekstrim dianalisis, dan ^b = saat data ekstrim tidak dianalisis.

Rasio ORA sesudah *right issue* yang tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue* sangat mungkin disebabkan sebagian besar perusahaan yang diteliti menggunakan sebagian besar dana dari masyarakat untuk mendirikan pabrik baru dan membayar hutang perusahaan. Dari pengamatan terhadap tujuan penggunaan dana, dapat diketahui PT. Central Proteinaprima Tbk menggunakan 60% dari dana hasil *right issue* untuk membangun pabrik baru dan 40% untuk menambah modal kerja perusahaan. Hasil dari pembangunan pabrik tersebut belum bisa dinikmati dalam bentuk laba perusahaan dalam waktu yang singkat, karena pembangunan pabrik tersebut cukup membutuhkan waktu yang lama dan baru bisa dirasakan hasilnya beberapa tahun setelah perusahaan melakukan *right issue*.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Jain dan Kini (1994) yang menyimpulkan adanya perbedaan *operating return on assets* sebelum dan sesudah IPO. *Operating return on assets* mengalami penurunan yang signifikan sesudah IPO.

Panel B menggambarkan selisih rata-rata OCFTA yang cenderung mengalami peningkatan setelah *right issue*. Selisih rata-rata OCFTA dari tahun kedua sebelum *right issue* ke tahun dasar mengalami penurunan di tahun ke-nol, kemudian meningkat di tahun pertama setelah *right issue*, meningkat tajam di tahun kedua pasca *right issue* dan peningkatan tersebut signifikan pada tingkat 5%, tetapi kemudian selisih rata-rata OCFTA menurun di tahun ketiga dan penurunan tersebut signifikan pada tingkat 10%. Dengan demikian, secara umum, hipotesis alternatif kedua (H_2) yang menyatakan bahwa aliran kas operasi atas total aset perusahaan sesudah

right issue lebih baik daripada sebelum *right issue* ditolak. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan secara rata-rata tidak mampu meningkatkan penggunaan aset dalam bentuk peningkatan aliran kas operasi.

Rasio OCFTA sesudah *right issue* yang tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue* disebabkan oleh tingginya pengeluaran pembayaran karyawan dan pemasok yang tidak diimbangi dengan pemasukan kas operasi dari pelanggan, mengingat bahwa sumber utama pemasukan kas operasi adalah kas yang diterima dari pelanggan. Hal tersebut bisa terjadi dimungkinkan karena perusahaan banyak melakukan penundaan dalam transaksi kredit atau membiarkan barang tertahan di gudang. Alasan lain yang menyebabkan tingginya pengeluaran karyawan dan pemasok adalah perusahaan tidak bisa menjaga efisiensi dari sumber daya yang digunakan untuk mendukung kegiatan operasi perusahaan.

Salah satu contoh perusahaan yang mengalami tingginya pembayaran karyawan dan pemasok yang tidak diimbangi dengan pemasukan kas operasi dari pelanggan adalah PT. Summarecon Agung Tbk. Perusahaan tersebut mengalami peningkatan penerimaan kas operasi dari pelanggan setelah *right issue*, tetapi di sisi lain pengeluaran yang ditanggung perusahaan untuk membayar karyawan dan pemasok jauh lebih besar daripada peningkatan kas yang diterima perusahaan dari pelanggan. Hal tersebut mengakibatkan kas bersih dari aktivitas operasi mengalami penurunan, sehingga dapat mengakibatkan penurunan nilai OCFTA. Selain itu meningkatnya total aset perusahaan juga merupakan faktor yang membuat nilai OCFTA semakin menurun,

karena peningkatan total aset perusahaan sesudah *right issue* lebih tinggi daripada kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Jain dan Kini (1994) yang menyimpulkan bahwa terdapat perbedaan *operating cash flow to total assets* sebelum dan sesudah IPO. *Operating cash flow to total assets* mengalami penurunan yang signifikan setelah perusahaan melakukan IPO.

Panel C menunjukkan selisih rata-rata *sales growth* dari tahun kedua sebelum *right issue* ke tahun dasar meningkat di tahun ke-nol, kemudian meningkat lagi di tahun pertama setelah *right issue* (baik pada saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis maupun tidak). Selisih rata-rata *sales growth* (saat data ekstrim dimasukkan dalam analisis) menurun tajam di tahun kedua pasca *right issue*, sedangkan selisih rata-rata *sales growth* (saat data ekstrim tidak dimasukkan dalam analisis) meningkat di tahun kedua pasca *right issue*. Selisih rata-rata *sales growth* meningkat lagi secara tajam di tahun ketiga setelah *right issue* dan peningkatan tersebut secara statistik signifikan pada tingkat 5%. Pada periode tahun ketiga setelah *right issue* ini berarti perusahaan telah mampu meningkatkan kemampuan dalam menjual barangnya. Namun, secara umum, penelitian ini tidak dapat membuktikan hipotesis alternatif ketiga (H_3) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan perusahaan sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue*. Kondisi ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan tidak mampu meningkatkan kemampuannya dalam menjual barang.

Rasio *sales growth* sesudah *right issue* yang tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue* disebabkan perusahaan yang diteliti

secara rata-rata mengalami peningkatan penjualan setelah *right issue* tetapi peningkatannya justru lebih rendah daripada periode sebelum *right issue*. Salah satu contoh perusahaan yang mengalami peningkatan penjualan setelah *right issue* adalah PT. Mandom Indonesia Tbk yang melakukan *right issue* pada tahun 2008. Perusahaan tersebut mengalami peningkatan penjualan setelah *right issue* namun peningkatan penjualannya cenderung menurun setelah *right issue*.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Jain dan Kini (1994) yang menyimpulkan adanya perbedaan *sales growth* sebelum dan sesudah IPO. *Sales growth* mengalami peningkatan yang signifikan, baik dari tahun dasar ke tahun ke-nol maupun sampai tahun ketiga setelah IPO.

Panel D menggambarkan selisih rata-rata TATO yang cenderung meningkat dari tahun ke tahun. Selisih rata-rata TATO dari tahun kedua sebelum *right issue* ke tahun dasar mengalami peningkatan di tahun ke-nol, meningkat lagi di tahun pertama setelah *right issue* dan peningkatan tersebut signifikan pada tingkat 5%, namun kemudian selisih rata-rata TATO menurun di tahun kedua pasca *right issue* dan penurunan tersebut secara statistik signifikan pada tingkat 10%, dan meningkat kembali di tahun ketiga dan peningkatan tersebut signifikan pada tingkat 10%. Secara umum, hipotesis alternatif keempat (H_4) yang menyatakan bahwa perputaran total aset perusahaan sesudah *right issue* lebih baik daripada sebelum *right issue* ditolak. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan secara rata-rata tidak mampu meningkatkan penggunaan aset dalam bentuk peningkatan penjualan.

Rasio TATO sesudah *right issue* yang tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue* disebabkan oleh peningkatan total aset perusahaan yang tidak diimbangi oleh peningkatan penjualan bersih perusahaan. Salah satu contoh perusahaan yang mengalami penurunan nilai TATO setelah *right issue* adalah PT. ATPK Resources Tbk. Penjualan bersih PT. ATPK Resources Tbk mengalami peningkatan setelah *right issue*, namun peningkatan penjualan bersih tersebut masih jauh di bawah peningkatan total aset perusahaan setelah *right issue*. Hal tersebut menyebabkan penurunan nilai TATO, karena total aset perusahaan jauh lebih besar daripada penjualan bersih perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Jain dan Kini (1994) yang menyimpulkan adanya perbedaan *total assets turnover* sebelum dan sesudah IPO. *Total assets turnover* mengalami penurunan yang signifikan setelah IPO dilakukan.

Dari hasil analisis di atas terungkap bahwa kinerja operasional perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue* karena rasio tingkat pengembalian operasi atas aset, aliran kas operasi atas total aset, pertumbuhan penjualan, dan perputaran total aset perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue*. Ditemukannya kecenderungan penurunan kinerja operasional pasca *right issue* dapat dikaitkan dengan adanya upaya manajemen untuk membuat kinerja keuangan sebelum *right issue* meningkat. Apakah manajemen perusahaan melakukan manajemen laba (*earnings management*) pada periode sebelum *right issue* bisa jadi merupakan salah satu penyebab yang membuat kinerja pasca

right issue cenderung menurun. Artinya, jika perusahaan mencoba untuk meningkatkan kinerja operasional sebelum *right issue* dengan melakukan manajemen laba, maka dampak dari manajemen laba akan dirasakan pada periode pasca *right issue*. Penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Gumanti (2003) tidak menemukan praktik manajemen laba pada kasus IPO tetapi penelitian lain, yaitu Gumanti (2001) justru menemukan bukti yang kuat bahwa pada periode dua tahun sebelum *go public*, manajemen perusahaan melakukan manajemen laba. Sulistyanto dan Wibisono (2003) menemukan bukti bahwa manajemen perusahaan melakukan manajemen laba pada periode tiga tahun sebelum pengumuman SEO. Penelitian di pasar modal lain yang telah dilakukan oleh Jain dan Kini (1994), McLaughlin *et al* (1996), serta Loughran dan Ritter (1997), secara empiris menemukan praktik manajemen laba pada periode sebelum IPO atau SEO.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *right issue* terhadap kinerja operasional perusahaan di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2009. Kinerja operasional perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue*, baik selisih rata-rata maupun selisih median. Rasio-rasio *operating performance* yang meliputi tingkat pengembalian operasi atas aset, aliran kas operasi atas total aset, pertumbuhan penjualan, dan perputaran total aset perusahaan sesudah *right issue* tidak lebih baik atau sama dengan sebelum *right issue*. Hal ini mengindikasikan bahwa

perusahaan tidak mampu meningkatkan kinerja operasionalnya pasca *right issue*.

Ada beberapa hal yang perlu dicermati dari hasil penelitian ini, yang sekaligus sebagai kelemahan dalam penelitian ini, terkait dengan temuan yang dilaporkan dalam penelitian. Hal-hal yang dimaksud antara lain adalah sebagai berikut. Pertama, Bursa Efek Indonesia yang berada dalam kondisi *emerging market*, di mana investor cenderung kurang memperhatikan informasi-informasi yang masuk ke pasar sehingga harga saham yang terbentuk di pasar modal sangat mungkin dipengaruhi oleh faktor-faktor lain, misalnya karena krisis keuangan global dalam bentuk krisis *subprime mortgage*. Selain itu, krisis keuangan global tahun 2007 dan 2008 mungkin berpengaruh nyata pada kinerja perusahaan yang melakukan *right issue*, sehingga banyak perusahaan yang telah melakukan *right issue* belum mampu meningkatkan kinerjanya secara nyata.

Kedua, rasio-rasio yang digunakan sebagai ukuran kinerja operasional dalam penelitian ini adalah *operating return on assets*, *operating cash flow to total assets*, *sales growth*, dan *total assets turnover*. Penggunaan rasio-rasio lain yang berpotensi menjadi ukuran kinerja operasional akan menggambarkan kinerja operasional perusahaan yang lebih lengkap untuk sebelum dan sesudah *right issue*, misalnya *gross profit margin*, *net profit margin*, *operating profit margin*, dan lain-lain.

5.2. SARAN

Berdasarkan pada hasil analisis data, kesimpulan, dan keterbatasan yang ada, maka dapat diajukan saran sebagai berikut. Bagi peneliti yang akan datang, disarankan untuk melakukan beberapa perbaikan dengan melakukan hal-hal berikut. Pertama, penelitian

yang akan datang sebaiknya dilakukan dengan periode pengamatan yang lebih panjang sehingga sampel akan dapat lebih banyak. Kedua, kajian yang akan datang dapat dilakukan dengan memfokuskan pada kondisi perekonomian yang relatif stabil, misalnya dengan menghindari efek krisis keuangan global. Ketiga, penelitian selanjutnya dapat menggunakan rasio-rasio lain yang berpotensi untuk menjadi ukuran kinerja operasional.

DAFTAR PUSTAKA

- Friday, H. Swint, Shelly W. Howton, dan Shawn D. Howton (2000). "Long Run Underperformance in REITs Following Seasoned Equity Offerings". *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 6 (4): 355-363.
- Fu, F. (2010). "Overinvestment and the Operating Performance of SEO Firms". *Financial Management*, 39 (1): 249-272.
- Gosh, C., Scott Roark dan C. F. Sirmans (2011). "On The Operating Performance of REITs Following Seasoned Equity Offerings: Anomaly Revisited". *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. Online First™, 3 September 2011.
- Gumanti, T. A. (2001). "Earnings Management dalam Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 4 (2): 165-183.
- Gumanti, T. A. (2003). "An Investigation of Earnings Management in Indonesian Manufacturing Initial Public Offerings". *Gadjah Mada International Business Journal*, 5 (3): 345-362.
- Jain, B. A., dan O. Kini (1994). "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms". *The Journal of Finance*, 49 (5): 1699-1726.
- Jurin, B. (1988). "Raising Equity in an Efficient Market". *Midland Corporate Finance Journal*, 5 (10): 53-60.
- Loughran, Tim., dan Jay R. Ritter (1997). "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings". *The Journal of Finance*, 52 (5): 1823-1850.
- McLaughlin, Assem S., dan Gopala K. V. (1996). "The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-Issue Performance". *Journal of Financial Management*, 25 (4): 41-53.
- Scholes, M. (1972). "The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices". *The Journal of Business*, 45 (2): 179-211.