

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Initial public offering (IPO) dianggap sebagai *the first significant stage in the evolution of a company* (Jain & Kini, 1994), ini dikarenakan keputusan perusahaan menjadi perusahaan publik akan mengubah seluruh stuktur perusahaan. Hal inilah yang menjadi alasan mengapa topik bahasan mengenai *initial public offering* (IPO) sangat menarik bagi para peneliti, investor dan pembuat keputusan. Telah banyak penelitian yang membahas mengenai IPO, yang mana jumlah penelitian tersebut terus bertambah dalam beberapa tahun terakhir ini. (Kuria, 2014; Shen & Wei, 2007; Gill De Albornoz & Pope, 2004; Maksimovic & Pichler, 2001; Pagano, Panetta, & Zingales, 1998).

Salah satu fenomena yang sering terjadi setelah perusahaan melakukan IPO adalah penurunan kinerja perusahaan dan asimetri informasi (Sulistyanto & Wibisono, 2003:1). Minat investor untuk membeli efek perusahaan yang baru saja melakukan IPO sering mengalami kesulitan. Kesulitan ini terjadi karena kurangnya pengetahuan informasi mengenai perusahaan tersebut. Informasi yang dibutuhkan investor dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan tidak hanya informasi produk tetapi juga berbagai hal yang terkait dengan kinerja perusahaan.

Ini dibuktikan dengan banyaknya penelitian, diantaranya penelitian Ahmad-Zaluki (2008) di Malaysia pada periode 1990-2000; Jain & Kini (1994), Mikkelson, Megan Partch, & Shah (1997) dan J. R. Ritter & Welch (2002) di USA; Wang (2005) di China pada periode 1994-1999; Duque & Almeida (2000) di Portugis pada 1992-1998; Doski (2014) di Iraq pada perusahaan Asia cell company; Cai & Wei (1997) di Jepang; Pastor-Llorca & Poveda-Guantes (2005) di Spanyol; Roosenboom, van der Goot, & Mertens (2003) di Belanda; Alanazi, Liu, & Forster (2011) di Saudi dan Kim, Kitsabunnarat, & Nofsinger (2004) di Thailand.

Sebagian besar penurunan kinerja perusahaan setelah IPO disebabkan oleh adanya peningkatan **biaya agensi**, sebagai akibat dari konflik kepentingan yang meningkat antara pemilik awal dan pemegang saham baru kinerja perusahaan dapat menderita karena manajer memiliki insentif untuk meningkatkan *perquisite*

consumption (Choe, Masulis, & Nanda, 1993; Lowry & Schwert, 2002), **ukuran perusahaan**, perusahaan yang berskala besar cenderung lebih dikenal masyarakat sehingga informasi mengenai prospek perusahaan berskala besar lebih mudah diperoleh investor daripada perusahaan berskala kecil. (Brav, Geczy, & Gompers, 2000; Trisnawati, 1999), **umur perusahaan** dianggap sebagai proksi ketidakpastian perusahaan dalam profitabilitas masa depan, padahal umur perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan investor dalam menanamkan modalnya (Carter, Dark, & Singh, 1998; Durukan, 2002; Bhabra & Pettway, 2003; Pastor-Llorca & POveda-Guentes, 2005; R. B.; Garza, 2008).

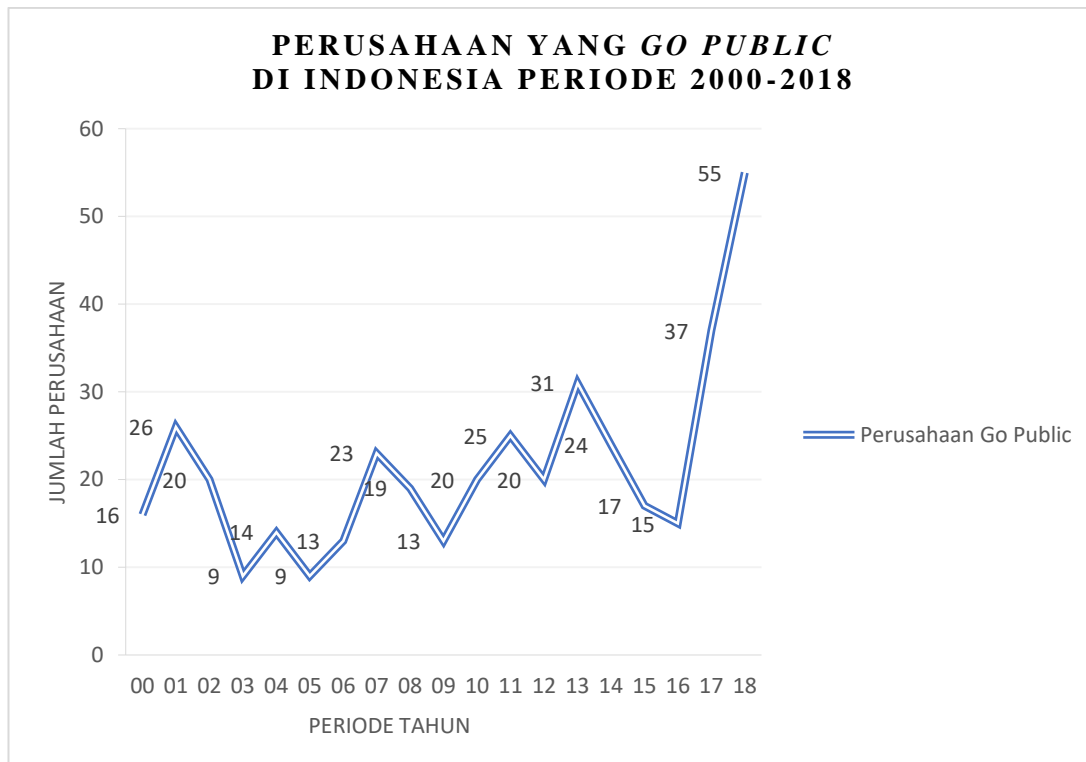
Window-dressing juga dapat dianggap sebagai salah satu alasan mengapa perusahaan mengalami penurunan kinerja setelah IPO, karena perusahaan dengan sengaja memperindah laporan keuangannya sebelum IPO (Loughran & Ritter, 1995; R. Rajan & Servaes, 1997; Pastor-Llorca & POveda-Guentes, 2005; Radosław Pastusiak, Miszczyńska, & Krzeczewski, 2016b), *underpricing*, biaya agensi ekuitas dan asimetri informasi berpotensi mengarah pada situasi di mana pemegang saham lama mencoba mengambil alih kekayaan dari pemegang saham orang luar baru. Perampasan kekayaan ini yang dapat menyebabkan tingkat *underpricing* yang tinggi pada saat IPO dan kinerja jangka panjang yang buruk untuk perusahaan (Ibbotson & Jaffe, 1975; Ritter, 1984) dan *market timing* sebelum menerbitkan saham, dimana pengusaha melakukan IPO bertepatan pada saat kinerja perusahaan sangat bagus, yang mereka tahu tidak dapat dipertahankan di masa depan. (Jensen & Meckling, 1976; Kutsuna, Okamura, & Cowling, 2002). Hal ini juga dapat disebabkan karena keputusan *go public* merupakan suatu keputusan yang kompleks, oleh karena itu akan memunculkan adanya kerugian dan biaya baru (Gumanti, 2002; Ilyas & Midiastuty, 2004).

Beberapa penelitian lain menunjukkan adanya peningkatan kinerja perusahaan yaitu Carter & Manaster (1990); R. B. Carter, Dark, & Singh (1998) yang menunjukkan adanya peningkatan kinerja dikarenakan *underwriter* pada saat IPO yang merupakan *highly bank investment*, dimana apabila kinerja perusahaan yang tertuang dalam prospektus baik serta proses penjaminan dari *underwriter* yang memiliki reputasi baik, maka para investor cenderung akan merespon dengan baik saham yang ditawarkan oleh emiten. Krishnan, Ivanov, Masulis, & Singh (2011);

Chancharat, Krishnamurti, & Tian (2012); Kinyua, Nyanumba, Gathaiya, & Kithitu (2013); Bessler & Seim (2012) dan Rachmaniar & Norita (2012) karena adanya **tambahan modal** setelah IPO, tambahan modal yang relatif lebih mudah dan berbiaya rendah, likuiditas saham akan semakin meningkat, dan secara otomatis perusahaan akan lebih dikenal oleh publik sehingga semakin memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya.

Isu penelitian mengenai kinerja perusahaan setelah IPO juga menjadi perhatian di Indonesia. Terbukti dari adanya berbagai penelitian, diantaranya Dewi (2010) pada tahun 2006-2011 yang mengaitkan kinerja keuangan dengan manajemen laba dan dampaknya pada return saham; Ikhsan (2011) yang melakukan penelitian pada tahun 2001-2004; Lestari (2011) melakukan penelitian pada PT bank Jawa Barat dan Banten pada periode 2009-2010; Agustina (2016) melakukan penelitian pada periode 2006-2010; Wirajunayasa & Putri (2017) pada periode tahun 2008-2012; Andayani, Wiksuana, & Sedana (2017) penelitian pada PT Garuda Indonesia periode 2007-2015.

Meskipun telah banyak penelitian yang memperdebatkan dampak IPO terhadap kinerja perusahaan, pada kenyataannya ini tidak menghentikan perusahaan-perusahaan untuk melakukan *go public*. Chan et al. (2003) dan Wang (2005) bahkan menyebutkan bahwa penurunan kinerja yang terjadi setelah IPO adalah *natural phenomenon*. Di Indonesia sendiri tercatat semenjak tahun 2000 hingga saat ini terdapat 407 perusahaan yang telah melaksanakan IPO, dengan peningkatan yang tinggi pada tahun 2018 sebanyak 55 perusahaan. Perusahaan-perusahaan tersebut, terdiri dari berbagai sektor mulai dari pertambangan, keuangan, pertanian, aneka industri, barang konsumen, industri kimia, infrastruktur transportasi, perdagangan jasa dan investasi, serta properti dan *real estate*.



Sumber: Bursa Efek Indonesia, 2018

GAMBAR 1.1
PERUSAHAAN *GO PUBLIC* DI INDONESIA PERIODE 2000-2018

Penilaian kinerja perusahaan setelah menjadi perusahaan publik penting dilakukan sebab apabila kinerja perusahaan setelah menjadi perusahaan publik kurang baik atau jelek, maka akan berpengaruh pada harga saham yang beredar di pasar sekunder atau bursa efek, hal ini dibuktikan dengan banyaknya temuan empiris mengenai penilaian kinerja perusahaan setelah IPO. Tetapi temuan-temuan tersebut, tidak mengkontruksi perusahaan seperti apa yang menunjukkan penurunan maupun peningkatan kinerja perusahaan setelah IPO. Oleh karena itu, penelitian ini akan mengkategorikan perusahaan berdasarkan beberapa kategori diantaranya industri (manufaktur dan non manufaktur), umur perusahaan (muda, menengah dan tua) dan ukuran perusahaan (kecil dan besar) yang diharapkan dapat melengkapi temuan empiris.

Tidak ada satu ukuran variabel yang dapat sepenuhnya menjelaskan semua aspek kinerja perusahaan (Snow dan Hrebiniak, 1980, Ibrahim et al., 2010; Abu-Shanab et al, 2015a; Masa'deh et al, 2015). Selain itu, meskipun kinerja perusahaan telah dinilai menggunakan beragam pengukuran, tidak ada pedoman universal mengenai pilihan alat ukur yang tepat dalam mengukur kinerja perusahaan. Tetapi,

Wang (2005) berpendapat bahwa langkah-langkah berbasis akuntansi (*accounting-based measure*) lebih dapat diandalkan daripada langkah-langkah berbasis saham (*stock-based measures*) karena inefisiensi yang menjadi ciri pasar saham, terutama di negara-negara berkembang, di mana harga saham tidak selalu mencerminkan informasi yang tersedia.

Terdapat banyak *accounting-based measure* dan *stock-based measures* yang dapat dipakai dalam proses penilaian kinerja perusahaan setelah IPO. Doski (2014) dalam penelitiannya mengenai *financial performance* di Iraq, memakai variabel ROA, ROE, EBITDA, dan *net profit* pada 4 periode waktu yang berbeda (satu minggu, satu bulan, tiga bulan dan satu tahun). Sedangkan Pastusiak, Miszczyńska, & Krzeczewski (2016) mengukur kinerja perusahaan dengan ROA and ROE, serta tambahan OPM dan NPM untuk melihat apakah kenaikan ROE dan ROA dikarenakan adanya *window dressing* sebelum IPO atau adanya *equity dilution* setelah IPO.

Beberapa alat ukur kinerja perusahaan tersebut juga dipakai dalam penelitian di Indonesia, salah satunya adalah penelitian yang dilakukan oleh Ikhsan (2011) yang mengukur kinerja perusahaan berdasarkan *operating return on aset*, *operating cash flow*, *sales growth*, *cash flow to net income* dan *cash flow return on sales*; Lestari (2011) memakai kinerja ROA, ROE, NPM, OPM, DER, PBV, EPS, PER, CAR, ATTM, NIM, BOPO, dan LDR; Sen & Syafitri (2011) melakukan penelitian dengan membandingkan kinerja keuangan memakai likuiditas, solvabilitas, aktivitas, dan profitabilitas; Agustina (2012) dengan rasio ROI dan EVA; Ekawani (2016) dengan likuiditas, aktivitas, profitabilitas dan solvabilitas; Sugianto (2016) dengan memakai variabel CR, DER, DAR, TATO, FATO, ROA, ROE and NPM; Wirajunayasa & Putri (2017) memakai kinerja ROA dan NPM dan Zulmariadi (2017) dengan menggunakan likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan aktivitas.

Penelitian ini mengukur kinerja perusahaan dengan memakai *accounting-based measure* sesuai dengan pendapat Wang (2005). *Accounting-based measure* yang dipakai yaitu kinerja profitabilitas, *leverage*, likuiditas, aktivitas perusahaan dan pertumbuhan perusahaan (Copeland & Weston, 1988). Selain itu, kinerja tersebut juga sejalan dengan manfaat-manfaat yang diharapkan dapat dirasakan oleh perusahaan setelah melakukan IPO.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Benninga, Helmantel, & Sarig (2003), yang memperlihatkan hubungan yang signifikan antara keputusan untuk melakukan *go public* dengan profitabilitas. Sedangkan Pastor-Llorca & Poveda-Guantes (2005) menemukan adanya hubungan yang tidak pasti antara keputusan untuk melakukan *go public* dengan profitabilitas di masa depan. Penelitian Pagano et al. (1998) dan Gill De Albornoz & Pope (2004) bahkan menemukan bahwa investasi dan profitabilitas perusahaan menurun setelah dilakukannya IPO.

Beberapa penelitian mengenai kaitan kinerja *leverage* dan IPO, menemukan bahwa *leverage* memiliki hubungan yang negatif dengan kemungkinan untuk melakukan *go public* (Pagano et al., 1998; Verheist, 2016). Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Helwege & Packer (2003), yang menemukan bahwa perusahaan dengan *leverage* yang tinggi, lebih baik tetap menjadi perusahaan *private* daripada memutuskan untuk *go public*.

Sebuah perusahaan yang tidak terdaftar di bursa saham, mengharuskan pemilik perusahaan bergerak aktif untuk mencari *partner* bisnis, jika perusahaan ingin menjual sebagian sahamnya dan proses ini membutuhkan biaya (Booth & Chua, 1996; Bolton & Von Thadden, 1998). Dalam pasar kredit tidak sempurna, pembisnis tidak dapat melakukan pinjaman, sehingga mereka harus menjual sebagian sahamnya melalui IPO untuk menaikkan tingkat likuiditas (Pagano et al., 1998). IPO dianggap dapat menciptakan likuiditas bagi saham perusahaan, sehingga hal ini merupakan solusi yang murah daripada harus mencari *partner* bisnis (Gill De Albornoz & Pope, 2004).

Kinerja aktivitas perusahaan juga diharapkan akan meningkat sehubungan dengan keputusan perusahaan untuk melakukan IPO, diasumsikan bahwa industri dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan lebih banyak modal untuk membiayai pertumbuhan mereka. Jika ingin mendapatkan pembiayaan eksternal, pada dasarnya terdapat dua pilihan, yaitu pembiayaan dengan utang atau ekuitas. Baik hutang maupun ekuitas memiliki biaya dan manfaatnya masing-masing. Dana tradisional seperti utang, seringkali tidak cukup untuk memasok semua modal yang dibutuhkan oleh perusahaan di industri-industri ini, sehingga kemungkinan ini memiliki pengaruh pada keputusan perusahaan untuk melakukan *go public* dan

kemungkinan banyaknya perusahaan besar yang memilih untuk melakukan *go public* daripada perusahaan kecil (Verheist, 2016).

Dalam kasus perusahaan yang melakukan *go public* dengan alasan untuk meningkatkan investasi dan pertumbuhan perusahaan, penelitian yang dilakukan oleh Pagano et al. (1998) menyebutkan bahwa IPO dapat menjadi sumber pembiayaan yang penting bagi pertumbuhan perusahaan jika perusahaan tidak dapat menghasilkan cukup dana secara internal. Hal ini didukung oleh penelitian Fischer (2000), Gill De Albornoz & Pope (2004) dan Verheist (2016) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan yang positif antara keputusan untuk IPO dengan pertumbuhan perusahaan dan *capital expenditures*. Penelitian yang dilakukan oleh Helwege & Packer (2003) membuktikan hal lain, dimana tidak menemukannya perbedaan signifikan dalam belanja modal dan tingkat pertumbuhan penjualan antara kelompok penerbit obligasi AS yang mencoba IPO dan yang tetap privat.

Melihat dari fenomena diatas, penulis merasa tertarik untuk melengkapi penelitian yang sudah ada di Indonesia, dengan melakukan analisis terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan yang telah melakukan *go public*. Berbeda dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, yaitu melihat hanya adanya perbedaan antara kinerja keuangan sebelum dan setelah IPO. Penelitian ini akan lebih melihat tren dari kinerja keuangan setelah IPO dengan mengkategorikannya dalam 3 kategori yaitu berdasarkan industri, umur perusahaan dan ukuran perusahaan. Penilaian kinerja perusahaan dalam penelitian ini dihitung melalui *accounting-based measure* yaitu dengan perhitungan pada kinerja profitabilitas, *leverage*, likuiditas, aktivitas perusahaan dan pertumbuhan perusahaan.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan fenomena yang telah diuraikan, maka dapat diambil rumusan masalah yaitu **Bagaimana perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO)**. Untuk dapat memperjelas rumusan masalah tersebut akan diuraikan satu-persatu berdasarkan pada kinerja keuangan yang diteliti untuk mencerminkan kinerja perusahaan, yaitu

1. Bagaimana perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja profitabilitas.
2. Bagaimana perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja *leverage*.
3. Bagaimana perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja likuiditas.
4. Bagaimana perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja aktivitas.
5. Bagaimana perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja pertumbuhan.

1.3 Tujuan Penelitian

Untuk memperoleh temuan mengenai **perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO)**. Untuk dapat memperjelas tujuan penelitian tersebut akan diuraikan satu-persatu berdasarkan pada kinerja keuangan yang diteliti untuk mencerminkan kinerja perusahaan, yaitu

1. Perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja profitabilitas.
2. Perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja *leverage*.
3. Perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja likuiditas.
4. Perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja aktivitas.
5. Perbandingan kinerja perusahaan sebelum dan setelah *initial public offering* (IPO), dilihat dari kinerja pertumbuhan.

1.4 Manfaat Penelitian

Kegunaan yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

1. Kegunaan Akademik

Hasil penelitian dapat memberikan tambahan pengetahuan mengenai proses perusahaan dalam melakukan IPO, manfaat dan konsekuensi yang akan diambil dalam melakukan *go public*, melihat kecenderungan kinerja

keuangan perusahaan dilihat dari profitabilitas, *leverage*, likuiditas, aktivitas dan pertumbuhan perusahaan setelah melakukan *go public* di Indonesia.

2. Kegunaan Praktis

Dari penelitian ini diharapkan menjadi bahan masukan atau pertimbangan bagi perusahaan yang ingin melakukan *initial public offering* (IPO) agar dapat memutuskan apakah keputusan untuk *go public* adalah keputusan yang baik atau tidak bagi perusahaan. Hasil penelitian ini dapat dipakai sebagai sumber dalam mengambil keputusan bagi investor yang ingin membeli saham perdana sebuah perusahaan yang dapat dilihat melalui *accounting based measure*nya yaitu dari sisi profitabilitas, *leverage*, likuiditas, aktivitas dan pertumbuhan perusahaan.

1.5 Struktur Organisasi Tesis

Secara garis besar, penulisan penelitian ini direncanakan akan dibagi menjadi lima bagian yang terdiri dari:

1. Bab I Pendahuluan

Bab ini menjelaskan tentang pendahuluan yang mencakup latar belakang penelitian, rumusan masalah penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penyajian. Latar belakang penelitian merupakan landasan pemikiran secara garis besar. Rumusan masalah merupakan pernyataan tentang keadaan atau fenomena yang memerlukan pemecahan melalui suatu penelitian. Tujuan dan manfaat penelitian akan mengungkapkan hasil yang ingin di capai dari proses penelitian ini, sedangkan sistematika penyajian akan menjelaskan secara singkat tentang uraian ringkas dari setiap bab.

2. Bab II Kajian Pustaka, Kerangka Pemikiran dan Hipotesis

Bab ini merupakan uraian yang berisi landasan teori yang mendasari mengenai kinerja yang diteliti dalam penelitian ini yaitu IPO dan kinerja perusahaan. Selain berisi mengenai teori yang dipakai, bab ini juga berisi mengenai kajian penelitian sebelumnya dan hipotesis yang dipakai.

3. Bab III Metode Penelitian

Pada bab ini akan dijelaskan hal-hal yang berhubungan dengan metodologi penelitian yang terdiri atas metode penelitian, data yang diperlukan, populasi dan sampel penelitian, operasionalisasi kinerja, teknik pengumpulan data, prosedur analisis data.

4. Bab IV Hasil Penelitian dan Pembahasan

Bab ini akan menguraikan mengenai deskripsi objek penelitian, analisis data dan interpretasi hasil. Deskripsi objek penelitian membahas secara umum mengenai objek penelitian. Analisis data menitikberatkan pada hasil olahan data sesuai dengan alat dan Teknik analisis yang digunakan. Interpretasi hasil menguraikan interpretasi dan pembahasan mengenai hasil analisis, termasuk argumentasi teori yang dipakai.

5. Bab V Kesimpulan dan Rekomendasi

Pada bab ini akan disajikan kesimpulan dan rekomendasi yang didasarkan atas hasil penelitian. Simpulan merupakan penyajian secara singkat apa yang telah diperoleh dari pembahasan, sedangkan rekomendasi adalah anjuran yang disampaikan kepada pihak yang berkepentingan terhadap penelitian.