

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kondisi perekonomian Indonesia pasca-Covid-19 menunjukkan proses pemulihan yang semakin kuat, yang tercermin dari membaiknya kinerja berbagai lapangan usaha seiring berkurangnya dampak negatif dari pandemi yang sebelumnya menekan aktivitas ekonomi dan dunia usaha. Pemulihan tersebut didukung oleh pertumbuhan ekonomi Indonesia yang mencapai 5,31% pada tahun 2022 dan 5,05% pada tahun 2023 (BI, 2024). Perekonomian di Indonesia memiliki kinerja yang kuat pada tahun 2022 dengan didorong oleh pemulihan pada permintaan domestik dan kinerja ekspor yang solid (IMF, 2023). Kondisi pemulihan ekonomi tersebut akan menekan perusahaan untuk lebih mengoptimalkan pemanfaatan aset operasional dan meningkatkan efektivitas kegiatan operasionalnya dengan tujuan untuk mempertahankan daya saing serta menghasilkan kinerja yang berkelanjutan.

Untuk menjaga keberlanjutan pertumbuhan ekonomi memerlukan peningkatan produktivitas dan penguatan sektor swasta, yang mendorong perusahaan untuk terus memperbaiki kinerja operasional guna mempertahankan pertumbuhan dan daya saingnya (IMF, 2023). Tuntutan dari pemulihan ekonomi tersebut menyebabkan perusahaan semakin ditekan untuk terus memperbaiki kinerja operasional agar mampu untuk mempertahankan kinerja perusahaan dan menghasilkan profitabilitas.

Kinerja perusahaan dapat dievaluasi melalui kemampuan perusahaan menghasilkan profitabilitas dari aset operasional yang dimiliki (Lian & Shi, 2025). Dalam penelitian terkait profitabilitas tersebut menjelaskan bahwa untuk mengukur tingkat profitabilitas, berbagai rasio profitabilitas digunakan sebagai alat evaluasi kinerja perusahaan, seperti *Return on Equity* (ROE), *Return on Assets* (ROA), dan *Return on Invested Capital* (ROIC). Namun, rasio-rasio tersebut masih memiliki keterbatasan karena dapat dipengaruhi oleh keputusan pendanaan, *leverage* keuangan, maupun aset yang tidak berkaitan dengan aktivitas operasional perusahaan. Dengan demikian, *Return on Net Operating Assets* (RNOA) dipandang sebagai ukuran profitabilitas yang lebih representatif karena berfokus pada kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset operasional bersih yang digunakan dalam kegiatan bisnis inti (Lian & Shi, 2025; Purnama & Ingriyani, 2023)

Return on Net Operating Assets (RNOA) merupakan ukuran kinerja operasional yang memiliki fokus pada efisiensi operasi bisnis inti yang terlepas dari keputusan pembiayaan. RNOA digunakan sebagai ukuran efektifitas manajemen perusahaan mengelola bisnis intinya, terlepas dari cara perusahaan membiayai operasinya. Hal ini menjadikan RNOA sangat berguna untuk mengevaluasi kinerja operasional dan membandingkan perusahaan-perusahaan dengan struktur modal yang berbeda-beda (Penman, 2013). RNOA akan mengisolasi kinerja operasional perusahaan dari keputusan pendanaan seperti penggunaan utang dan pengaruh perpajakan, sehingga mampu memberikan gambaran yang lebih akurat mengenai efisiensi operasional perusahaan (Nissim, 2022).

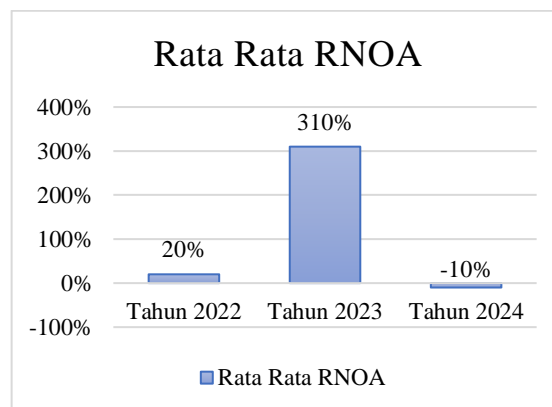
Salah satu permasalahan utama yang berkaitan dengan RNOA adalah ketidakseimbangan antara pertumbuhan aset operasional dan pertumbuhan laba operasi perusahaan. Masalah ini umumnya terjadi ketika perusahaan melakukan investasi yang besar pada aset tetap untuk mendukung ekspansi usaha, namun aset tersebut belum mampu menghasilkan manfaat ekonomi secara optimal dalam jangka pendek. Akibatnya, *Net Operating Assets* (NOA) meningkat lebih cepat dibandingkan *Net Operating Profit After Tax* (NOPAT), sehingga efisiensi penggunaan aset operasional menurun dan tercermin dalam penurunan RNOA. Menurut Nissim dan Penman (2001), investasi pada aset operasi baru umumnya membutuhkan waktu sebelum dapat berkontribusi penuh terhadap kinerja operasional perusahaan. Oleh karena itu, peningkatan investasi operasional tidak selalu diikuti oleh peningkatan profitabilitas operasional dalam periode yang sama, yang pada akhirnya dapat menyebabkan penurunan RNOA sebagai indikator efektivitas pengelolaan aset operasi.

Fenomena yang terjadi ketika pertumbuhan NOA berlangsung lebih cepat dibandingkan pertumbuhan NOPAT, sehingga mengakibatkan penurunan efisiensi penggunaan aset operasional dan menekan nilai RNOA ialah *Asset Bloat Effect* (Penman, 2013). Fenomena ini umumnya muncul akibat *overinvestment* dalam aset operasional yang belum sepenuhnya produktif, keberadaan *idle assets* atau *underutilized assets*, atau penurunan *operating performance* yang tidak diimbangi dengan kontrol pertumbuhan aset (Richardson, 2006). Perusahaan yang melakukan investasi besar dalam aset operasional, seperti pada periode pasca-IPO, sering

mengalami penurunan RNOA dalam jangka pendek meskipun melakukan ekspansi kapasitas produksi (Jain & Kini, 1994).

Meskipun terdapat risiko terjadinya *Asset Bloat Effect*, perusahaan yang mampu mengalokasikan sumber dananya secara efektif berpotensi meningkatkan kinerja operasional sehingga menghasilkan pertumbuhan RNOA. Dengan data yang diolah oleh penulis melalui sumber Bloomberg UNDIP pada 806 perusahaan (kecuali perusahaan finansial) yang telah terdaftar IPO di BEI dengan menggunakan kriteria perusahaan yang telah terdata lengkap oleh Bloomberg UNDIP terdapat peningkatan rata-rata RNOA sebesar 289%.

Gambar 1.1 Rata-Rata RNOA Perusahaan 2022-2024 (Kecuali Sektor Finansial dan yang tidak terdata oleh database)



Sumber: Bloomberg Database Undip yang diolah Penulis, 2026

Salah satu faktor yang berpotensi memengaruhi peningkatan kinerja operasional yang tercermin dalam RNOA adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh dan mengalokasikan sumber pendanaan secara efektif, termasuk melalui mekanisme *Initial Public Offering (IPO)*. *Initial Public Offering (IPO)* merupakan mekanisme oleh perusahaan untuk memperoleh tambahan modal

kepada publik dengan cara menjual saham primer atau saham sekunder dari perusahaan untuk membiayai ekspansi atau melakukan investasi. IPO akan memungkinkan perusahaan menggunakan sahamnya untuk akuisisi dimasa depan dan menetapkan harga pasar untuk saham tersebut (Brealey et al., 2020). Melalui IPO, Perusahaan memperoleh dana segar yang dapat dimanfaatkan untuk membiayai investasi baru, menurunkan *leverage*, dan memperoleh akses pendanaan masa depan (Pagano et al., 1998). Menurut Brigham dan Houston (2022) IPO juga memberikan fleksibilitas keuangan yang lebih besar dibandingkan dengan pendanaan perusahaan yang berbasis utang karena tidak menimbulkan kewajiban pembayaran bunga secara periodik.

Perusahaan yang telah melakukan IPO akan mendapatkan manfaat untuk memperdagangkan saham kepada publik di BEI. Pada tahun 2020-2024 BEI memiliki peningkatan dalam aktivitas perusahaan yang melakukan IPO. Puncak tren tersebut terdapat pada tahun 2023 sebanyak 79 perusahaan yang melakukan IPO (BEI, 2024). Di Indonesia periode 2022-2023 memiliki karakteristik unik yang berbeda dari periode sebelumnya. Periode ini mencakup fase pasar modal yang berbeda dengan fase pandemi covid pada tahun 2020-2022 (BEI, 2024).

Gambar 1.2 Statistik Perusahaan Melakukan IPO Periode 2020-2024



Sumber: IDX Laporan Prospektus yang diolah Penulis, 2026

Pada tahun 2023, BEI menempati peringkat ke-6 secara global dalam hal jumlah IPO dan peringkat ke-9 dalam hal total dana yang dihimpun (BEI, 2023). Periode 2022–2023 dipilih bukan karena mencerminkan satu fase pasar yang homogen, melainkan karena periode ini merepresentasikan masa transisi antara pemulihan pasca-Covid-19 dan menguatnya gelombang IPO berbasis teknologi di Indonesia (BEI, 2023). Perusahaan yang melakukan IPO pada masa transisi cenderung memiliki motif dan strategi alokasi dana IPO yang lebih heterogen dibandingkan periode pasar yang stabil (Ritter & Welch, 2002). Salah satu faktor yang menjadi penentu dari alokasi dana IPO ialah setiap alokasi dari Dana IPO memiliki implikasi yang berbeda terhadap struktur modal, likuiditas, dan kinerja operasional perusahaan.

Dalam penelitian Kim dan Weisbach (2008) umumnya dana hasil IPO akan dialokasikan untuk belanja modal dan peningkatan kapasitas operasional perusahaan. Penelitian Jain dan Kini (1994) menemukan bahwa perusahaan IPO

mengalami penurunan kinerja operasional yang signifikan dalam tahun-tahun setelah IPO. Penurunan kinerja operasional ini terjadi meskipun perusahaan memperoleh dana IPO yang signifikan dan melakukan investasi dalam aset tetap. Fenomena ini mencerminkan bahwa perusahaan yang memilih investasi yang didanai oleh IPO menghasilkan peningkatan kinerja operasional dalam jangka pendek.

Purnama dan Ingriyani (2023) menunjukkan bahwa alokasi dana IPO untuk belanja modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap RNOA. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa penggunaan dana IPO untuk aktivitas produktif mampu meningkatkan kinerja operasional perusahaan. Temuan tersebut juga menunjukkan bahwa peningkatan RNOA sangat bergantung pada efektivitas penggunaan dana IPO. Peningkatan RNOA menjadi salah satu indikator penilaian dari efektivitas penggunaan dana IPO pada perusahaan pasca-IPO bahwa dana perusahaan yang diperoleh dari penawaran umum perdana telah digunakan secara efektif untuk mendukung aktivitas operasional perusahaan.

Perusahaan yang memilih untuk mengalokasikan Dana IPO kepada *Capital Expenditure* (CAPEX) akan memiliki kemungkinan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Amor dan Kooli (2017) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa alokasi Dana IPO untuk CAPEX memiliki dampak positif yang lebih besar terhadap kinerja jangka panjang dibandingkan alokasi untuk Pelunasan Utang. Penelitian ini juga menemukan bahwa perusahaan IPO yang mengalokasikan Dana IPO untuk CAPEX mengalami peningkatan dalam *Return on Assets* (ROA) pada tahun ke-2 pasca-IPO dibandingkan dengan alokasi Dana IPO untuk Pelunasan Utang dalam

peningkatan ROA yang cenderung lebih kecil. Penelitian yang dilakukan oleh Autore et al. (2009) juga menguatkan penelitian tersebut terkait analisis terhadap kinerja jangka panjang selama 3 tahun pasca-IPO yang memberikan hasil bahwa perusahaan yang menyatakan alokasi IPO pada Pelunasan Utang memiliki penurunan kinerja operasi dan *long-run stock underperformance* dibandingkan dengan perusahaan yang menyatakan alokasi IPO pada tujuan investasi.

Fenomena menarik yang terjadi pada perusahaan pasca-IPO ialah terjadinya penurunan kinerja operasional perusahaan pada tahun pertama pasca-IPO yang mempunyai penyebab yakni melimpahnya dana yang diperoleh perusahaan ialah *post IPO performance decline*. Rudianto (2021) melakukan penelitian terhadap perusahaan yang listing di BEI dan menemukan bahwa RNOA perusahaan cenderung untuk menurun pada tahun pertama pasca-IPO dengan sebab aset perusahaan meningkat lebih cepat daripada *operating profit*. Fenomena ini terjadi karena perusahaan membutuhkan waktu untuk mengintegrasikan aset yang baru diperoleh dan mengoptimalkan penggunaannya.

Penelitian yang telah dilakukan oleh penelitian terdahulu tentang alokasi dana IPO dan kinerja operasional telah banyak dilakukan di berbagai konteks pasar, namun terdapat beberapa celah penelitian yang belum terjawab. Pertama, penelitian yang menggunakan RNOA sebagai variabel dependen masih terbatas, mengingat sebagian besar studi terdahulu menggunakan ROA atau *abnormal stock return* sebagai proksi kinerja (Amor dan Kooli, 2017; Autore et al., 2009; Ahmad-Zaluki dan Badru, 2020). RNOA dinilai lebih tepat untuk mengukur dampak alokasi dana operasional karena mengisolasi kinerja operasi inti dari pengaruh keputusan

pendanaan (Penman, 2013; Nissim dan Penman, 2001). Kedua, penelitian dengan konteks pasar modal Indonesia pada periode 2022–2023 belum banyak dilakukan, dengan periode 2022-2023 ini memiliki karakteristik yang berbeda dari periode sebelumnya, mencakup fase pemulihan pasca-pandemi dan meningkatnya aktivitas IPO perusahaan berbasis teknologi (BEI, 2023).

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini dilakukan dengan cakupan perusahaan yang melakukan IPO di BEI pada tahun 2022-2023 dengan laporan keuangan 3 tahun pasca IPO. Dengan menggunakan pendekatan analisis regresi *Robust Least Square*, penelitian ini diharapkan mampu menghasilkan bukti empiris terkait dengan pengaruh alokasi dana IPO terhadap CAPEX, Modal Kerja, dan Pelunasan Utang terhadap RNOA pada perusahaan.

1.2. Rumusan Masalah

Dengan latar belakang yang telah dijelaskan memunculkan pertanyaan terkait dengan faktor yang mampu memengaruhi profitabilitas operasional perusahaan pasca melakukan IPO di BEI dengan periode 2022-2023. Rumusan masalah yang timbul antara lain:

- 1) Bagaimana pengaruh alokasi Dana IPO kepada *Capital Expenditure* (CAPEX) terhadap RNOA?
- 2) Bagaimana pengaruh alokasi Dana IPO kepada Modal Kerja terhadap RNOA?
- 3) Bagaimana pengaruh alokasi Dana IPO kepada Pelunasan Utang terhadap RNOA?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Perusahaan yang melakukan mekanisme IPO untuk memperoleh dana melalui penawaran saham di BEI akan mencoba untuk semaksimal mungkin dalam memanfaatkan dana yang diperoleh dari IPO untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk:

- 1) Untuk mengetahui pengaruh alokasi dana IPO kepada CAPEX terhadap RNOA.
- 2) Untuk mengetahui pengaruh alokasi dana IPO kepada Modal Kerja terhadap RNOA.
- 3) Untuk mengetahui pengaruh alokasi dana IPO kepada Pelunasan Utang terhadap RNOA.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan memberikan kegunaan untuk berbagai pihak yang terlibat. Kegunaan dari penelitian ini terdiri atas:

1) Kegunaan Teoritis

Penelitian ini akan memberikan bukti empiris tentang bagaimana alokasi Dana IPO mempengaruhi profitabilitas operasional perusahaan dengan menunjukkan bagaimana perusahaan memanfaatkan dana eksternal yang diperoleh melalui *Initial Public Offering* (IPO) untuk mendukung aktivitas operasional perusahaan. Hasil penelitian ini dapat memperkaya pemahaman mengenai efektivitas penggunaan dana hasil penerbitan saham, khususnya ketika dana

tersebut dialokasikan untuk CAPEX, Modal Kerja, dan Pelunasan Utang, serta pengaruhnya terhadap RNOA sebagai indikator kinerja operasional perusahaan.

2) Kegunaan Praktis

a) Bagi Mahasiswa

Penelitian ini diharapkan menambah pemahaman dan wawasan terkait dengan pengaruh alokasi Dana IPO kepada CAPEX, Modal Kerja, dan Pelunasan Utang terhadap RNOA.

b) Bagi Praktisi

Penelitian ini diharapkan akan menjadi data empiris untuk dasar pengambilan keputusan dan perencanaan strategis yang lebih baik bagi praktisi seperti manajer perusahaan, investor, banker, dan pemerintah seperti OJK dan BEI yang memiliki hubungan secara langsung atau praktik secara langsung pada perusahaan.

c) Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan menjadi data empiris untuk pengembangan ilmu pengetahuan terkait dengan hubungan alokasi Dana IPO kepada CAPEX, Modal Kerja, dan Pelunasan Utang terhadap rasio profitabilitas RNOA.

d) Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini berkontribusi pada pengembangan literatur penelitian di Indonesia dengan memberikan bukti empiris tentang alokasi Dana IPO dan profitabilitas operasional di BEI periode 2022-2023. Penelitian ini diharapkan akan

mengisi gap dalam literatur terkait dengan alokasi Dana IPO di Indonesia pada periode 2022-2023.

1.4. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan akan dibagi menjadi 5 bagian untuk memudahkan pembahasan dalam penulisan penelitian. Sistematika tersebut terdiri dari:

BAB I PENDAHULUAN

Bagian pendahuluan dijelaskan terkait latar belakang, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan penelitian.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Tinjauan Pustaka terdiri atas landasan teori yang akan menjelaskan hubungan teori dengan penelitian, penelitian sebelumnya yang akan menjadi salah satu dasar dalam penelitian, kerangka teori, dan rumusan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Metode penelitian akan menjelaskan terkait jenis penelitian, objek penelitian, jenis dan sumber data, populasi dan sampel, teknik pengumpulan data, operasionalisasi variabel penelitian, dan teknik analisis data penelitian.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil penelitian dan pembahasan akan memberikan uraian deskriptif terkait dengan data hasil penelitian variabel independen,

variabel dependen, analisis hasil penelitian, pengujian hipotesis, dan pembahasan hasil penelitian.

BAB V PENUTUP

Penutup menjadi bab terakhir dan penelitian dan menguraikan kesimpulan dari pembahasan yang telah diuraikan. Bab penutup ini juga akan memberikan saran yang ditunjukkan untuk pembaca terkait dengan penelitian yang telah diselesaikan dan memberikan kemungkinan dalam pengembangan penelitian selanjutnya.