

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Data

4.1.1. Deskripsi Objek Penelitian

4.1.1.1. Gambaran Umum Bursa Efek Indonesia

Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan lembaga yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem serta sarana perdagangan efek di Indonesia. Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan permintaan beli efek dari pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka (UU RI No. 8 Tahun 1995). Sebagai penyelenggara perdagangan efek, BEI memiliki peran strategis dalam mendukung perkembangan pasar modal Indonesia melalui penyediaan infrastruktur perdagangan yang transparan, teratur, wajar, dan efisien sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan (Bursa Efek Indonesia, 2024).

Fungsi utama BEI dalam pasar modal Indonesia mencakup beberapa aspek penting. Pertama, BEI berperan sebagai fasilitator perdagangan efek dengan menyediakan sistem yang mempertemukan emiten dan investor dalam melakukan transaksi saham maupun instrumen keuangan lainnya. Kedua, BEI menyediakan sistem perdagangan yang terintegrasi, transparan, dan efisien guna mendukung terciptanya pasar yang teratur dan berintegritas. Ketiga, BEI bersama Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menjalankan fungsi pengawasan terhadap aktivitas perdagangan

efek untuk menjaga perlindungan investor dan meningkatkan kepercayaan terhadap pasar modal Indonesia (Bursa Efek Indonesia, 2024; OJK, 2023).

Pasar modal memiliki fungsi yang penting dalam mendukung perekonomian suatu negara karena menjadi sarana penghimpunan dana jangka panjang dari masyarakat kepada pihak yang membutuhkan pembiayaan, baik perusahaan maupun pemerintah. Melalui mekanisme tersebut, perusahaan memperoleh alternatif sumber pendanaan untuk mendukung ekspansi usaha, sedangkan investor memperoleh kesempatan untuk menginvestasikan dana dengan harapan memperoleh tingkat pengembalian yang sesuai dengan risiko yang dihadapi. Dengan demikian, pasar modal berkontribusi terhadap efisiensi alokasi sumber daya, peningkatan investasi, serta pertumbuhan ekonomi jangka panjang (OJK, 2023).

IPO memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk memperoleh tambahan modal ekuitas tanpa meningkatkan kewajiban pembayaran bunga sebagaimana pendanaan berbasis utang. Dana yang diperoleh dari IPO umumnya dimanfaatkan untuk membiayai investasi, ekspansi usaha, penguatan modal kerja, maupun restrukturisasi keuangan perusahaan. Bagi investor, IPO memberikan kesempatan untuk memiliki kepemilikan pada perusahaan yang sebelumnya belum dapat diperdagangkan secara publik. Dengan demikian, IPO menjadi mekanisme yang menghubungkan perusahaan sebagai emiten, investor sebagai penyedia dana, dan Bursa Efek Indonesia sebagai penyelenggara perdagangan dalam satu ekosistem pasar modal yang terintegrasi (Brealey et al., 2020; Pagano et al., 1998).

Objek penelitian yang dipakai merupakan perusahaan yang melakukan *listing* pada tahun 2022-2023 pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel diambil dengan cara *purposive sampling*. Kriteria dalam *purposive sampling* akan dijabarkan dalam tabel berikut:

Tabel 4.1 Kriteria Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah
	Perusahaan yang telah resmi melakukan dan mencatatkan Initial Public Offering (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2022–2023.	138
1	Perusahaan yang tidak menerbitkan dan menyediakan laporan keuangan tahunan secara lengkap untuk periode 3 tahun pasca-IPO.	(10)
2	Perusahaan dengan data laporan prospektus yang tidak lengkap terutama berkaitan dengan alokasi Dana IPO.	0
3	Perusahaan yang tidak melakukan alokasi pada 3 variabel bebas.	(8)
4	Perusahaan sektor Keuangan.	(1)
5	Perusahaan dengan nilai RNOA >50% dan <-50%.	(32)
6	Perusahaan delisting pada tahun laporan keuangan berjalan.	0
7	Perusahaan dengan mata uang selain rupiah.	0
8	Perusahaan dengan pencatatan yang tidak konsisten.	0
Total Perusahaan dipakai untuk objek penelitian		87
Total Sampel Penelitian yang dipakai (87 Perusahaan x 3 tahun)		261

Sumber: Data sekunder diolah, (2026)

4.2. Analisis Data Statistik

4.2.1. Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil pengolahan data pada software EViews 14 dapat ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 4.2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Uji Statistik Deskriptif							
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi	Skewness	Kurtosis
Capex	261	0	1	0.321149	0.321149	0.663996	2.155441
Modal Kerja	261	0	1	0.478966	0.347109	0.155306	1.640388
Pelunasan Utang	261	0	0.75	0.054023	0.153163	3.193326	12.62989
RNOA	261	-0.46	0.48	0.05682	0.146349	-0.43109	4.742829

RNOA(LM)	261	-0.37862	0.390992	0.05206	0.128494	-0.483	4.264155
----------	-----	----------	----------	---------	----------	--------	----------

Sumber: Olah Data EViews 14, 2026

Uji statistik deskriptif dilakukan dengan data asli dan data yang telah ditransformasikan untuk mengecilkan rasio outlier yang ada pada data. Tabel hasil uji di atas menunjukkan bahwa:

- 1) Proporsi Alokasi Dana IPO terhadap Capex yang dinyatakan dalam Capex memiliki nilai terendah sebesar 0, nilai tertinggi sebesar 1, dan nilai rata-rata sebesar 0.321149, nilai standar deviasi sebesar 0.321149, nilai *Skewness* sebesar 0.663996, dan nilai *Kurtosis* Sebesar 2.155441.
- 2) Proporsi Alokasi Dana IPO terhadap Modal Kerja yang dinyatakan dalam Modal Kerja memiliki nilai terendah sebesar 0, nilai tertinggi sebesar 1 nilai rata-rata sebesar 0.478966, nilai standar deviasi sebesar 0.347109, nilai *Skewness* sebesar 0.155306, dan nilai *Kurtosis* Sebesar 1.640388.
- 3) Proporsi Alokasi Dana IPO terhadap Pelunasan Utang yang dinyatakan dalam Pelunasan Utang memiliki nilai terendah sebesar 0, nilai tertinggi sebesar 0.75 nilai rata-rata sebesar 0.054023, nilai standar deviasi sebesar 0.153163, nilai *Skewness* sebesar 3.193326, dan nilai *Kurtosis* Sebesar 12.62989.
- 4) RNOA memiliki nilai terendah sebesar -0.46, nilai tertinggi sebesar 0.48, nilai rata-rata sebesar 0.05682, nilai standar deviasi sebesar 0.146349, nilai *Skewness* sebesar -0.431085, dan nilai *Kurtosis* Sebesar 4.742829.
- 5) RNOA(LM) merupakan variabel RNOA yang telah dilakukan transformasi data Signed Logaritma. RNOA(LM) memiliki nilai terendah sebesar -

0.378616, nilai tertinggi sebesar 0.390992, nilai rata-rata sebesar 0.05206, nilai standar deviasi sebesar 0.128494, nilai *Skewness* sebesar -0.483001, dan nilai *Kurtosis* Sebesar 4.264155.

4.3. Uji Outlier

4.3.1. Interquartile Range (IQR)

Nilai dari *Interquartile Range* (IQR) dijabarkan pada tabel berikut:

Tabel 4.3 Nilai *Interquartile Range* (IQR)

DESCRIPTIONS	RNOA (Y)
Q1	0.002649
Q3	0.132449
IQR	0.1298
UPPER FENCE	0.327149
LOWER FENCE	-0.19205

Sumber: Data sekunder yang diolah, (2026)

Hasil uji dari nilai ini dapat ditunjukkan pada tabel berikut:

Table 4.4 Hasil Uji IQR

	Tahun	Ket.
ARKO	1	Outlier
ARKO	2	Outlier
ASHA	3	Outlier
BABY	2	Outlier
BEER	1	Outlier
BMBL	2	Outlier

	Tahun	Ket.
BMBL	3	Outlier
BSBK	3	Outlier
CBPE	1	Outlier
CBPE	2	Outlier
CBPE	3	Outlier
CBUT	1	Outlier

	Tahun	Ket.
CBUT	2	Outlier
CBUT	3	Outlier
CRAB	1	Outlier
CRAB	2	Outlier
ELIT	2	Outlier
ELIT	3	Outlier

	Tahun	Ket.
ENAK	1	Outlier
ENAK	2	Outlier
ENAK	3	Outlier
ERAL	2	Outlier
ERAL	3	Outlier
FOLK	1	Outlier
FOLK	2	Outlier
FOLK	3	Outlier
GRPM	1	Outlier
GRPM	2	Outlier
GRPM	3	Outlier
GTRA	1	Outlier
GTRA	2	Outlier
GTRA	3	Outlier
GULA	2	Outlier
GULA	3	Outlier
HAJJ	2	Outlier
HAJJ	3	Outlier
HATM	1	Outlier
HATM	2	Outlier

	Tahun	Ket.
HBAT	3	Outlier
IRSX	2	Outlier
JATI	1	Outlier
LMAX	2	Outlier
LOPI	3	Outlier
MAHA	1	Outlier
MAHA	3	Outlier
MEDS	3	Outlier
MSIE	1	Outlier
NINE	2	Outlier
NINE	3	Outlier
OLIV	3	Outlier
PACK	3	Outlier
PADA	1	Outlier
PADA	2	Outlier
PADA	3	Outlier
PGEO	1	Outlier
PGEO	2	Outlier
PGEO	3	Outlier
PTMP	3	Outlier

	Tahun	Ket.
PTPS	1	Outlier
PTPS	2	Outlier
PTPS	3	Outlier
RAAM	1	Outlier
RAAM	3	Outlier
RGAS	3	Outlier
SAGE	3	Outlier
STRK	2	Outlier
STRK	3	Outlier
SUNI	2	Outlier
SUNI	3	Outlier
TRON	3	Outlier
TYRE	2	Outlier
UDNG	2	Outlier
UDNG	3	Outlier
VAST	1	Outlier
VAST	2	Outlier
VAST	3	Outlier
WIDI	1	Outlier

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2026.

Uji IQR dilakukan pada variabel dependen dan ditemukan sebanyak 77 sampel yang terindikasi *outlier* setelah dilakukan eliminasi sampel. Uji IQR dilakukan untuk memberi informasi terkait outlier yang ada pada sampel. *Outlier* tersebut tidak akan dieliminasi namun akan ditanggulangi dengan Metode *Regresi Robust Least Square*.

4.4. Uji Asumsi Klasik

4.4.1. Uji Normalitas

Hasil uji normalitas menunjukkan bahwa keseluruhan variabel secara simultan penyebarannya tidak normal. Penyebaran yang tidak normal ini disebabkan oleh adanya outlier pada data. Uji normalitas data dapat ditunjukkan oleh tabel berikut:

Table 4.5 Hasil Uji Normalitas

Uji Normalitas			
Variabel	N	Jarque Bera	Probability
Capex	261	26.93564	0.000001
Modal Kerja	261	21.15215	0.000026
Pelunasan Utang	261	1452.074	0
RNOA	261	41.11611	0
RNOA(LM)	261	27.52734	0.000001

Sumber: olah data EViews14, 2026

4.4.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas memiliki tujuan untuk mengidentifikasi terkait korelasi dari variabel bebas atau variabel independen model regresi. VIF (*Variance Inflation Factor*) merupakan indikator dalam uji dengan nilai $VIF < 10$ maka nilai variabel independen tidak memiliki multikolinearitas yang tinggi. Semakin kecil nilai VIF maka semakin kecil potensi multikolinearitas variabel dengan nilai VIF paling ideal ialah 1. Nilai VIF dalam model regresi disebutkan dalam tabel berikut:

Tabel 4.6 Hasil Uji VIF

MODEL	Variabel	Coefficient Variance	Centered VIF
RNOA	Koefisien	0.000631	NA
	CAPEX	0.000966	1.672267
	Modal Kerja	0.000917	1.76277
	Pelunasan Utang	0.00352	1.317842
	CAPEX	0.52913	1

Sumber data: olah data EViews 14, 2026

4.5. Analisis Regresi Robust Least Square

Model untuk regresi Robust *Least Square* (RobustLS) digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan model regresi sebagai berikut:

Model RNOA: Pengaruh Alokasi Dana IPO terhadap RNOA

$$RNOA_{IT} = \beta^0 + \beta^1 CAPEX_{it} + \beta^2 \text{Modal Kerja}_{it} + \beta^3 \text{Pelunasan Utang}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana:

- RNOA_it = Return on Net Operating Assets perusahaan i pada tahun t
- CAPEX_it = Proporsi dana IPO untuk CAPEX perusahaan i pada tahun t
- X2_it = Proporsi dana IPO untuk Modal Kerja perusahaan i pada tahun t
- X3_it = Proporsi dana IPO untuk Pelunasan Utang perusahaan i pada tahun t
- ε_{it} = *Error term*
- $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_6$ = Koefisien regresi yang akan diestimasi

Melalui persamaan tersebut maka dibentuk model dengan nama RNOA dengan penjabaran pada tabel berikut:

Tabel 4.7 Hasil Uji Regresi *Robust*

MODEL	Variabel	Koefisien	Std.Error	Z-Statistic
RNOA	Koefisien	0.028031	0.022562	1.242393
	CAPEX	0.05602	0.027916	2.006739
	Modal Kerja	0.032125	0.027199	1.181077
	Pelunasan Utang	-0.03871	0.053297	-0.72637

Sumber data: olah data EViews 14, 2026

Pada model RNOA representasi nilai pada model akan menjadi berikut:

$$RNOA_{IT} = 0.028031 + 0.05602CAPEX + 0.032125Modal\ Kerja + (0.03871)Pelunasan\ Utang + \varepsilon$$

Dengan model tersebut maka diketahui bahwa:

- 1) Nilai konstanta sebesar 0.028031 memberikan indikasi bahwa perusahaan IPO memiliki 2.80% RNOA ketika tidak ada alokasi dana IPO untuk CAPEX, Modal Kerja, dan Pelunasan Utang.
- 2) Koefisien CAPEX sebesar 0.05602 menunjukkan hubungan positif antara alokasi dana IPO untuk CAPEX dan RNOA. Dengan nilai koefisien tersebut maka setiap peningkatan 1% dalam proporsi alokasi dana IPO untuk CAPEX akan meningkatkan RNOA sebesar 0.056 atau 5.6%.
- 3) Koefisien Modal Kerja sebesar 0.032125 menunjukkan hubungan positif antara alokasi dana IPO untuk Modal Kerja dan RNOA. Interpretasi dari koefisien ini adalah setiap peningkatan 1% dalam proporsi alokasi dana IPO untuk modal kerja akan meningkatkan RNOA sebesar 0.032 atau 3.2%.
- 4) Koefisien pelunasan utang sebesar -0.03871 menunjukkan hubungan negatif antara alokasi dana IPO untuk Pelunasan Utang dan RNOA. Interpretasi dari koefisien ini adalah: setiap peningkatan 1% dalam proporsi alokasi dana

IPO untuk pelunasan utang akan menurunkan RNOA sebesar 0.039 atau 3.9%.

4.6. Uji Hipotesis

4.6.1. Uji Simultan

Uji simultan terhadap variabel dependen dilakukan untuk mendapatkan hasil hubungan variabel dependen dengan variabel independen secara simultan. Hasil uji simultan dijelaskan pada tabel berikut:

Tabel 4.8 Hasil Uji Simultan

MODEL	Variabel	Prob. (Rn Squared Stat)
RNOA (Variabel Dependen: RNOA)	Koefisien	0.067147
	CAPEX	
	Modal Kerja	
	Pelunasan Utang	

Sumber: olah data EViews14, 2026

Menurut Wasserstein dan Lazar, (2016) bahwa *p-value* sebaiknya dimaknai sebagai indikasi pengaruh simultan yang lemah, bukan dikotomi signifikan/tidak signifikan secara kaku, sehingga pembahasan pengaruh parsial CAPEX tetap relevan namun disajikan dengan kehati-hatian sebagai temuan awal. Tabel hasil uji hipotesis di atas menunjukkan bahwa model RNOA memberikan hasil probabilitas Rn^2 lebih besar dari nilai 0.05 yakni sebesar 0.067147. Nilai lebih besar tersebut menunjukkan bahwa model RNOA secara simultan tidak dipengaruhi oleh CAPEX, Modal Kerja, dan Pelunasan Utang.

4.6.2. Uji Parsial

Uji parsial dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara individual melalui nilai koefisien regresi dan probabilitas signifikansi. Interpretasi pengujian dilakukan berdasarkan arah hubungan koefisien serta tingkat signifikansi pada taraf $\alpha = 5\%$. Hasil dari uji parsial yang dilakukan dijabarkan pada tabel berikut:

Tabel 4.9 Hasil Uji Parsial

MODEL	Variabel	Koefisien	Std.Error	Z-Statistic	Probabilitas
RNOA	Koefisien	0.028031	0.022562	1.242393	0.2141
	CAPEX	0.05602	0.027916	2.006739	0.0448
	Modal Kerja	0.032125	0.027199	1.181077	0.2376
	Pelunasan Utang	-0.03871	0.053297	-0.72637	0.4676

Sumber: olah data EViews14, 2026

Hasil estimasi model robust regression menunjukkan bahwa proporsi alokasi dana IPO untuk capital expenditure (CAPEX) memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *Return on Net Operating Assets* (RNOA). Koefisien CAPEX sebesar 0,05602 dengan nilai Z-statistic sebesar 2,006739 dan probabilitas 0,0448 berada di bawah ambang signifikansi 5%.

H1 “Proposi alokasi Dana IPO kepada CAPEX (X1) berpengaruh positif terhadap RNOA (Y1)” Diterima.

Hasil estimasi model robust regression menunjukkan bahwa proporsi alokasi dana IPO untuk modal kerja memiliki pengaruh yang positif namun tidak signifikan secara statistik terhadap RNOA. Koefisien modal kerja sebesar 0,032125 dengan nilai Z-statistic sebesar 1,181077 dan probabilitas 0,2376 berada di atas ambang signifikansi 5%.

H2 “Proporsi Dana IPO untuk Modal Kerja (X2) berpengaruh positif terhadap RNOA (Y1)” Ditolak.

Hasil estimasi model robust regression menunjukkan bahwa proporsi alokasi dana IPO untuk pelunasan utang memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap RNOA. Koefisien pelunasan utang sebesar $-0,03871$ dengan nilai Z-statistic sebesar $-0,72637$ dan probabilitas $0,4676$ berada jauh di atas ambang signifikansi 5% . Ketidaksinifikanan statistik ini menunjukkan bahwa variasi dalam proporsi alokasi dana untuk pelunasan utang tidak menghasilkan perubahan yang konsisten dan terukur pada RNOA, baik dalam arah positif maupun negatif.

H3 “Proporsi Dana IPO untuk Pelunasan Utang (X3) berpengaruh negatif terhadap RNOA (Y1).” Ditolak.

4.6.3. Uji Koefisien Determinasi

Tabel 4.10 Hasil Uji Koefisien Determinasi

MODEL	Variabel	R-squared (R ²)	Adjusted R ²
RNOA	Koefisien	0.017492	0.006023
	CAPEX		
	Modal Kerja		
	Pelunasan Utang		

Sumber: olah data EViews14, 2026

Nilai *R-squared* (R²) sebesar $0,017492$ menunjukkan bahwa variasi RNOA yang dapat dijelaskan oleh variabel alokasi dana IPO untuk CAPEX, modal kerja, dan pelunasan utang hanya sebesar $1,75\%$. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa kontribusi ketiga variabel independen dalam menjelaskan perubahan RNOA masih

relatif terbatas, sedangkan 98,25% variasi RNOA dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak termasuk dalam model penelitian. Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,006023 juga menunjukkan bahwa setelah dilakukan penyesuaian terhadap jumlah variabel independen yang digunakan, kemampuan model dalam menjelaskan variasi RNOA menjadi sebesar 0,60%. Kondisi ini memberikan gambaran bahwa perubahan RNOA pada perusahaan IPO periode 2022–2023 tidak hanya dipengaruhi oleh keputusan alokasi dana IPO, tetapi juga oleh berbagai faktor operasional dan karakteristik perusahaan lainnya yang berada di luar cakupan penelitian ini.

4.7. Pembahasan

4.7.1. Pengaruh Proposi Alokasi Dana IPO Kepada CAPEX Terhadap RNOA

Hasil estimasi model *robust regression* menunjukkan bahwa proporsi alokasi dana IPO untuk CAPEX memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap RNOA. Koefisien CAPEX sebesar 0,05602 dengan nilai *Z-statistic* sebesar 2,006739 dan probabilitas 0,0448 berada di bawah ambang signifikansi 5%. Interpretasi statistik ini mengindikasikan bahwa setiap peningkatan satu satuan proporsi alokasi dana untuk CAPEX akan meningkatkan RNOA sebesar 0,05602 satuan.

Prediksi dari *Pecking Order Theory* mengusulkan bahwa perusahaan akan menggunakan dana eksternal seperti IPO untuk mendanai investasi produktif yang meningkatkan aset operasional dan profitabilitas jangka panjang. Alokasi dana untuk CAPEX meningkatkan aset tetap perusahaan akan meningkatkan kapasitas

produksi dan efisiensi operasional ketika aset tetap perusahaan sudah digunakan untuk operasional perusahaan. Peningkatan kapasitas ini memungkinkan perusahaan untuk menghasilkan return yang lebih tinggi dari aset operasional yang digunakan, sehingga meningkatkan RNOA.

Hasil empiris ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Amor dan Kooli (2017), yang menemukan bahwa CAPEX memiliki dampak positif sebesar 2,1 persen terhadap return on assets (ROA) pada tahun kedua dan ketiga pasca-IPO. Demikian pula, Autore et al. (2009) dalam penelitian mereka tentang *long-run performance of initial public offerings* menemukan bahwa perusahaan yang mengalokasikan dana IPO untuk investasi aset tetap menunjukkan kinerja operasional yang lebih baik dalam jangka panjang. Purnama dan Ingriyani (2023) dalam konteks Indonesia juga menemukan hasil yang serupa, menunjukkan bahwa CAPEX memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas operasional perusahaan yang baru melakukan IPO di BEI. Konsistensi temuan ini di berbagai konteks geografis dan periode waktu memperkuat validitas hubungan positif antara CAPEX dan RNOA.

Dari perspektif ekonomis operasional, hubungan positif ini dapat dijelaskan melalui mekanisme peningkatan produktivitas. Ketika perusahaan mengalokasikan dana IPO untuk CAPEX, maka aset tetap baru yang diakuisisi memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan volume produksi, memperbaiki kualitas produk, atau memasuki segmen pasar baru. Peningkatan kapasitas ini, ketika dikelola dengan efisien, menghasilkan peningkatan penjualan dan operating profit yang

lebih tinggi dari nilai aset operasional yang diinvestasikan, sehingga meningkatkan RNOA.

4.7.2. Pengaruh Proporsi Alokasi Dana IPO Kepada Modal Kerja Terhadap RNOA

Hasil estimasi model robust regression menunjukkan bahwa proporsi alokasi dana IPO untuk modal kerja memiliki pengaruh yang positif namun tidak signifikan secara statistik terhadap RNOA. Koefisien modal kerja sebesar 0,032125 dengan nilai Z-statistic sebesar 1,181077 dan probabilitas 0,2376 berada di atas ambang signifikansi 5%. Meskipun arah koefisien positif mengisyaratkan hubungan yang searah, ketidaksinifikanan statistik ini menunjukkan bahwa variasi dalam proporsi alokasi dana untuk modal kerja tidak menghasilkan perubahan yang konsisten dan terukur pada profitabilitas operasional agregat dalam sampel penelitian.

Nilai yang tidak signifikan ini dapat dijelaskan melalui beberapa mekanisme. Pertama, *Pecking Order Theory* memprediksi bahwa modal kerja meningkatkan aset operasional dan profitabilitas, namun dampak ini mungkin bersifat kompleks dan dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak tertangkap dalam model ini, seperti efisiensi manajemen modal kerja, tingkat perputaran aset lancar, dan kondisi pasar yang spesifik untuk setiap perusahaan. Kedua, alokasi dana untuk modal kerja mungkin tidak menghasilkan dampak yang langsung terhadap RNOA karena modal kerja lebih bersifat operasional dan jangka pendek, sementara RNOA adalah metrik yang mengukur profitabilitas agregat dalam jangka menengah hingga panjang. Ketiga, heterogenitas dalam efisiensi manajemen modal kerja antar perusahaan

mungkin menyebabkan dampak yang beragam, sehingga rata-rata dampak di seluruh sampel menjadi tidak signifikan secara statistik.

Temuan ini berbeda dengan beberapa penelitian terdahulu. Amor dan Kooli (2017) menemukan bahwa modal kerja memiliki dampak positif sebesar 0,8 persen terhadap ROA, meskipun dampaknya lebih kecil dibandingkan CAPEX. Adanan et al. (2017) dalam penelitian mereka pada perusahaan Indonesia juga menemukan dampak positif modal kerja terhadap profitabilitas operasional. Namun, ketidaksignifikanan dalam penelitian ini mungkin mencerminkan bahwa dampak modal kerja terhadap RNOA bersifat tidak langsung dan dimoderasi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model. Lefebvre (2023) dalam penelitian tentang working capital management of IPO firms menunjukkan bahwa dampak modal kerja terhadap kinerja operasional sangat tergantung pada bagaimana perusahaan mengelola aset lancar dan kewajiban lancar, sehingga alokasi dana saja tidak cukup untuk memprediksi dampak terhadap profitabilitas.

Dari perspektif ekonomis operasional, ketidaksignifikanan ini dapat dijelaskan bahwa alokasi dana untuk modal kerja tidak secara otomatis meningkatkan profitabilitas operasional. Perusahaan yang mengalokasikan dana besar untuk modal kerja mungkin menghadapi tantangan dalam mengelola aset lancar secara efisien, misalnya melalui tingkat perputaran piutang yang lambat atau tingkat persediaan yang tinggi yang tidak diikuti dengan penjualan yang proporsional. Selain itu, alokasi dana untuk modal kerja mungkin mencerminkan bahwa perusahaan mengantisipasi pertumbuhan penjualan yang belum terealisasi pada

tahun pertama pasca-IPO, sehingga modal kerja yang dialokasikan belum sepenuhnya dimanfaatkan untuk meningkatkan profitabilitas operasional.

4.7.3. Pengaruh Proporsi Alokasi Dana IPO Kepada Pelunasan Utang Terhadap RNOA

Hasil estimasi model robust regression menunjukkan bahwa proporsi alokasi dana IPO untuk pelunasan utang memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap RNOA. Koefisien pelunasan utang sebesar $-0,03871$ dengan nilai *Z-statistic* sebesar $-0,72637$ dan probabilitas $0,4676$ berada jauh di atas ambang signifikansi 5% . Ketidaksignifikanan statistik ini menunjukkan bahwa variasi dalam proporsi alokasi dana untuk pelunasan utang tidak menghasilkan perubahan yang konsisten dan terukur pada RNOA, baik dalam arah positif maupun negatif.

Nilai yang tidak signifikan ini konsisten dengan prediksi *Pecking Order Theory*, yang menyatakan bahwa pelunasan utang tidak meningkatkan aset operasional perusahaan. Pelunasan utang adalah kegiatan finansial yang mengurangi kewajiban perusahaan namun tidak secara langsung meningkatkan kapasitas produksi atau efisiensi operasional. Dampak pelunasan utang terhadap profitabilitas operasional bersifat tidak langsung, melalui pengurangan beban bunga dan *agency cost* yang terkait dengan *leverage* tinggi. Namun, dampak tidak langsung ini mungkin tidak cukup kuat untuk menghasilkan perubahan signifikan pada RNOA dalam jangka pendek, terutama pada tahun pertama pasca-IPO ketika struktur modal masih dalam proses *adjustment*.

Hasil ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa dampak pelunasan utang terhadap profitabilitas operasional bersifat kompleks dan tidak selalu signifikan. Autore et al. (2009) menemukan bahwa dampak pelunasan utang terhadap long-run performance lebih lemah dibandingkan dampak CAPEX dan modal kerja. Andriansyah et al. (2016) dalam penelitian mereka pada IPO di Asia Pasifik juga menemukan bahwa pelunasan utang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap profitabilitas operasional. Amor dan Kooli (2017) menemukan dampak positif pelunasan utang sebesar 0,3 persen terhadap ROA, namun dampak ini jauh lebih kecil dibandingkan CAPEX dan modal kerja, menunjukkan bahwa pelunasan utang bukan merupakan alokasi dana yang prioritas untuk meningkatkan profitabilitas operasional.

Dari perspektif ekonomis operasional, ketidaksigifikanan ini dapat dijelaskan bahwa pelunasan utang tidak menciptakan nilai operasional baru bagi perusahaan. Meskipun pelunasan utang mengurangi beban bunga dan meningkatkan fleksibilitas keuangan, dampak ini tidak secara langsung meningkatkan kapasitas produksi, efisiensi operasional, atau penjualan perusahaan. Selain itu, perusahaan yang baru melakukan IPO mungkin tidak memiliki utang yang signifikan yang perlu dilunasi, sehingga alokasi dana untuk pelunasan utang mungkin tidak relevan.