

# ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP PERUBAHAN PROFITABILITAS PERUSAHAAN PASCA PENAWARAN SAHAM PERDANA

Disusun Oleh:

Muhammad Audi De Nadin

Sutrisno T., SE., M.Si, Ak, Dr, Prof

Jurusan Akuntansi, FEB, Universitas Brawijaya, Jl. MT. Haryono 165, Malang

Email: [audidenadin@gmail.com](mailto:audidenadin@gmail.com)

## *Abstract*

This research aimed at examining the difference in corporate profitability between pre- and post-initial public offering (IPO) and focused on the effect of ownership structure toward profitability change. Samples of this research were firms conducting IPO on Bursa Efek Indonesia (BEI) from 2009-2011, not financial firms nor banking firms, and providing necessary information for this current research. Setting those criteria, 52 companies met the criteria to be taken as samples of this research. This research was conducted by means of comparing the average profitability of the firms for the period before and after the IPO and using multiple linear regression test. This research revealed the decline in post-issue firm profitability, which was one year before IPO and two years after IPO, measured by return on equity (ROE), return on asset (ROA), operating income to asset (OI/A) and, sales to asset (S/A). This research further found that the change of post-issue profitability was not associated with ownership structure. The portion of institutional ownership, public ownership, and existence of managerial ownership did not affect the change of post-issue firm profitability.

**Keywords:** Initial public offering, profitability, return on equity (ROE), return on asset (ROA), operating income to asset (OI/A), sales to asset (S/A), ownership structure, institutional ownership, public ownership, managerial ownership

## **Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan antara profitabilitas perusahaan sebelum dan setelah penawaran saham perdana (IPO) dan berfokus pada pengaruh struktur kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas tersebut. Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO melalui Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009 hingga tahun 2011, bukan merupakan perusahaan pada industri keuangan maupun perbankan dan menyediakan informasi yang dibutuhkan untuk penelitian ini. Berdasarkan kriteria tersebut, sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah 52 perusahaan. Metode penelitian dilakukan dengan membandingkan rata-rata profitabilitas perusahaan untuk periode sebelum dan setelah penawaran saham perdana serta menggunakan uji regresi linear berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan mengalami penurunan pasca IPO, yaitu antara satu tahun sebelum dan dua tahun setelah IPO melalui ukuran *return on equity* (ROE), *return on asset* (ROA), *operating income to asset* (OI/A) dan *sales to asset* (S/A). Selain itu, melalui penelitian ini juga diperoleh kesimpulan bahwa perubahan profitabilitas pasca IPO tidak disebabkan struktur kepemilikan. Porsi kepemilikan institusional, kepemilikan publik dan adanya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap perubahan profitabilitas perusahaan pasca IPO.

**Kata kunci:** Penawaran saham perdana, profitabilitas, *return on equity* (ROE), *return on asset* (ROA), *operating income to asset* (OI/A), *sales to asset* (S/A), struktur kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan publik, kepemilikan manajerial

## PENDAHULUAN

Pertumbuhan jumlah perusahaan yang pesat pada lingkup nasional maupun global menimbulkan persaingan pada masing-masing industri. Pada tingkat persaingan yang kompetitif setiap perusahaan akan berusaha lebih unggul dari perusahaan lain pada segala aspek sehingga dapat menguasai pasar dan industri yang dijalaninya. Salah satu aspek yang harus diperhatikan perusahaan untuk dapat terus berkembang dan menjadi *market leader* pada sebuah industri adalah kinerja keuangan. Peningkatan kinerja keuangan mutlak diperlukan oleh perusahaan yang berorientasi pada keuntungan. Kinerja keuangan berkaitan erat dengan prestasi kerja yang telah dicapai oleh perusahaan di suatu periode yang kemudian dituangkan pada laporan keuangan perusahaan. Kaplan dan Norton (2000) menyatakan bahwa ukuran kinerja finansial memberikan petunjuk apakah strategi perusahaan, implementasi dan pelaksanaannya memberikan kontribusi atau tidak kepada peningkatan laba perusahaan. Tolak ukur kinerja keuangan yang paling umum digunakan adalah profitabilitas.

Profitabilitas merupakan ukuran kinerja keuangan yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan menghasilkan pendapatan dibandingkan dengan pengeluaran dan biaya terkait lainnya yang terjadi selama periode waktu tertentu. Menurut Suad (2001) profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Profitabilitas dapat diukur menggunakan berbagai rasio. Rasio profitabilitas yang sering digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan diantaranya adalah *gross profit margin*, *net profit margin*, *return on asset*, *return on equity*, *return on investment* dan *return on sales*. Masing-masing rasio profitabilitas tersebut menggambarkan informasi keuangan yang berbeda. Pada penelitian ini rasio yang digunakan adalah *return on equity* (ROE) dan *return on asset* (ROA). Rasio *sales to asset* (S/A) dan *operating income to asset* (OI/A) juga digunakan pada penelitian ini untuk mendukung hasil yang diperoleh melalui rasio ROA.

Rasio profitabilitas akan menghasilkan informasi yang lebih bermanfaat apabila dibandingkan dengan profitabilitas periode sebelumnya ataupun dibandingkan dengan profitabilitas perusahaan lain. Informasi yang diperoleh melalui perbandingan rasio profitabilitas tersebut dapat digunakan oleh pemilik perusahaan, manajemen, calon investor maupun kreditor untuk menilai kinerja keuangan perusahaan. Pihak internal perusahaan dapat menggunakan profitabilitas untuk mengetahui tingkat keberhasilan suatu kebijakan yang telah diterapkan dan menentukan kebijakan yang akan diambil perusahaan di masa mendatang. Pihak eksternal seperti investor dan kreditor dapat menggunakan profitabilitas untuk menentukan keputusan investasi maupun pemberian pinjaman.

Salah satu usaha yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan profitabilitas adalah menambah modal melalui aktifitas pendanaan. Aktivitas pendanaan yang dapat dilakukan perusahaan yaitu melakukan pinjaman maupun mengubah komposisi modal secara langsung, yang berarti masuknya investasi. Kedua aktivitas tersebut memiliki tujuan yang sama yaitu menambah modal yang akan digunakan perusahaan untuk menjalankan berbagai aktivitas operasional. Meski bukan merupakan satu-

satunya aspek yang menentukan keberhasilan perusahaan, aktivitas pendanaan memegang peranan penting bagi perkembangan perusahaan, karena melalui tambahan modal perusahaan dapat menambah sumber daya, memperluas pasar, meningkatkan promosi dan lain sebagainya. Tambahan modal yang besar dapat diperoleh perusahaan dengan cara membuka peluang investasi kepada publik melalui *initial public offering*.

*Initial public offering* (IPO) terjadi ketika sebuah perusahaan menjual sekuritas kepada publik untuk pertama kalinya. Meski IPO dapat berarti penjualan sekuritas utang dan ekuitas, penelitian ini hanya akan berfokus pada penjualan sekuritas ekuitas atau penjualan saham. Saham merupakan salah satu instrumen pasar keuangan yang paling populer di Indonesia (Bursa Efek Indonesia, 2010). Menerbitkan dan menjual saham kepada publik merupakan salah satu pilihan yang sering diambil oleh perusahaan untuk meningkatkan modal. Saham merupakan instrumen investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) di suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Melalui penyertaan modal tersebut, maka pemilik saham memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas aset perusahaan dan berhak hadir pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Bagi perusahaan, keuntungan pendanaan melalui penerbitan saham dibandingkan dengan melakukan pinjaman adalah risiko yang lebih rendah, hal tersebut dikarenakan melalui penjualan saham tidak muncul kewajiban bagi perusahaan untuk mengembalikan maupun membayar bunga sehingga tidak diperlukan adanya penyisihan yang akan mengurangi laba. Selain itu, pendanaan melalui investasi tidak mensyaratkan untuk membayar kembali investasi jika bisnis gagal.

Sebagian besar perusahaan dimulai dengan adanya modal dari sejumlah kecil investor, tanpa adanya likuiditas pasar jika para investor tersebut ingin menjual sahamnya. Ketika perusahaan semakin berkembang dan membutuhkan tambahan modal, perusahaan umumnya memutuskan untuk *go public* dengan menjual saham secara terbuka kepada investor. Setelah saham diperdagangkan secara publik, peningkatan likuiditas pasar tersebut memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan modal dengan persyaratan yang lebih menguntungkan daripada jika harus memberikan kompensasi kepada investor atas kurangnya likuiditas perusahaan tertutup (Ritter, 1998).

IPO merupakan salah satu titik penting pada perkembangan perusahaan. Menjadi perusahaan publik memberikan akses pada modal publik dan dapat menurunkan biaya pendanaan operasional dan investasi perusahaan (Mann, 2006). Setelah perusahaan melakukan IPO, saham perusahaan dapat diperjualbelikan, sehingga bagi pemilik modal hal tersebut menjadi kesempatan untuk melakukan diversifikasi investasi dan merealisasikan *capital gain* yang diperoleh (Kinyua, Nyanumba, Gathaiya dan Kithitu, 2013). Hal tersebut merupakan pertimbangan yang penting bagi investor dan spekulan. Selain itu, proses *go public* akan menempatkan perusahaan menjadi perhatian masyarakat sehingga dapat memberikan jalan bagi perusahaan untuk menemukan manajemen baru yang lebih baik, hal tersebut merupakan keuntungan tidak langsung yang dapat diperoleh perusahaan melalui proses *go public*. Pada saat bersamaan, ketika

perusahaan melakukan *public offering* timbul kewajiban baru yaitu peningkatan bentuk transparansi dan pengungkapan serta muncul tanggung jawab kepada pemegang saham sehingga dapat menjadi pendorong perusahaan untuk meningkatkan kinerjanya di masa mendatang.

Berbagai penelitian menemukan bahwa penawaran saham kepada publik memiliki peranan penting untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Sebagai contoh pada penelitian Kinyua, Nyanumba dan Kithitu (2013) terhadap perusahaan yang *listing* pada Nairobi Stock Exchange ditemukan bahwa pasca *initial public offering* (IPO) perusahaan mengalami peningkatan diantaranya pada persediaan, piutang dan kas. Penelitian tersebut juga mengemukakan bahwa terdapat pengaruh positif pasca IPO pada profitabilitas perusahaan yaitu peningkatan penjualan, aset, pendapatan setelah pajak, ROA dan juga ROE. Penelitian Naceur, Ghazouani dan Omran (2007) mengenai pengaruh IPO pada 95 perusahaan di empat negara MENA (Middle Eastern and North African) yaitu Yunani, Maroko, Tunisia dan Turki mengemukakan hal serupa. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasca IPO perusahaan mengalami kenaikan yang signifikan pada profitabilitas dan efisiensi operasi. Pada ranah perusahaan publik, penelitian Megginson dan Netter (2001) menyimpulkan bahwa privatisasi berkaitan erat dengan perbaikan signifikan pada operasi dan peningkatan kinerja keuangan perusahaan milik negara melalui penawaran saham publik. Penelitian lain terkait privatisasi perusahaan publik yang menyimpulkan adanya pengaruh positif dilakukan oleh Harper (2002) yang menggunakan objek studi perusahaan publik yang berada pada negara Republik Ceko dan penelitian Mathur dan Banchuenvijit (2007) yang menggunakan objek 103 perusahaan publik di seluruh dunia pada negara maju maupun negara berkembang.

Pada perusahaan yang telah *go public*, pemegang saham pada umumnya menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional untuk mengelola perusahaan, yaitu sebagai manajemen perusahaan. Akibat dari pendelegasian wewenang tersebut yang kemudian menyebabkan hilangnya kontrol pemilik awal terhadap pengelolaan perusahaan. Sugiarto (2011) mengatakan bahwa pendelegasian wewenang pembuatan keputusan operasional oleh pemegang saham sebagai *principal* kepada manajer sebagai agen menimbulkan pemisahan antara kepemilikan dan kontrol manajerial. Idealnya agen sebagai perpanjangan tangan dari *principal* untuk mengelola perusahaan akan mengambil keputusan terbaik untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan kinerja perusahaan. Namun manajer sebagai individu tentu memiliki kepentingan dan kehendak tersendiri sehingga terdapat kemungkinan manajer melakukan aktivitas yang tidak konsisten dengan kepentingan pemilik. Alasan seorang manajer mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemilik umumnya terkait dengan penilaian prestasi individu yang berujung pada perolehan kompensasi atau gaji atas prestasi tersebut.

Potensi penyelewengan keputusan oleh manajer pada perusahaan publik memaksa pemegang saham untuk mengeluarkan biaya lebih demi memaksimalkan keuntungan bagi pemegang saham, biaya tersebut biasanya diistilahkan sebagai biaya agensi (*agency cost*). Melalui biaya tambahan tersebut pemegang saham berharap dapat memperoleh pendapatan yang lebih besar dibandingkan biaya yang dikeluarkan untuk mengusahakannya, namun apabila biaya agensi terlalu besar dan tidak efektif mengurangi

permasalahan agensi pada perusahaan justru akan terjadi penurunan profitabilitas. Ketika hal tersebut terjadi maka dapat dikatakan kinerja perusahaan justru menurun setelah *go public*.

Penurunan kinerja perusahaan pasca IPO telah beberapa kali ditemukan melalui penelitian. Wang (2005) mengatakan pada penelitiannya bahwa *go public* biasanya menyebabkan perubahan terhadap struktur kepemilikan perusahaan hingga menghasilkan pemisahan kontrol manajerial dan kepemilikan. Hal tersebut berpotensi memperburuk kinerja manajerial yang akan berimbas pada kinerja perusahaan. Jain dan Kini (1994) pada penelitiannya menyimpulkan bahwa kinerja operasi perusahaan di Amerika Serikat pasca IPO secara signifikan lebih rendah dibandingkan dengan sebelum IPO. Kim dan Nofsinger (2004) meneliti perubahan pada kinerja operasi perusahaan Thailand dan menyimpulkan penurunan yang signifikan pada kinerja perusahaan pasca IPO. Penelitian lain yang menghasilkan kesimpulan bahwa IPO justru berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan diantaranya adalah penelitian dengan objek perusahaan Amerika Serikat oleh Mikkelson, Partch dan Shah (1997), penelitian dengan objek perusahaan Jepang oleh Kutsuna, Okamura dan Cowling (2002) serta oleh Cai dan Wei (1997), penelitian dengan objek perusahaan China oleh Kao, Wu dan Yang (2009) serta oleh Huang dan Song (2005).

Munculnya inkonsistensi hasil penelitian yang menguji dampak penawaran saham kepada publik terhadap profitabilitas perusahaan memunculkan asumsi bahwa terdapat faktor lain yang mempengaruhi perubahan profitabilitas pasca IPO. Penawaran saham kepada publik melalui pasar modal dapat dipastikan menyebabkan perubahan struktur kepemilikan. Setelah perusahaan melakukan IPO kepemilikan perusahaan akan terpecah kepada beberapa pemegang saham. Menurut D'Souza dan Megginson (2007) perubahan kepemilikan akan menyebabkan perubahan tata kelola perusahaan (*corporate governance*). D'Souza dan Megginson (2007) juga menyatakan bahwa perubahan tata kelola perusahaan merupakan determinan penting bagi kinerja perusahaan pasca IPO. Sejalan pendapat tersebut, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa struktur kepemilikan memiliki kaitan dengan tata kelola perusahaan sehingga berpengaruh positif atau negatif terhadap tata kelola perusahaan. Penelitian Jain dan Kini (1994) terhadap perusahaan di Amerika Serikat menemukan hubungan positif antara perubahan kinerja dan porsi saham yang tetap dimiliki oleh pemegang saham awal, sedangkan penelitian Kim dan Nofsinger (2004) pada perusahaan Thailand menemukan adanya hubungan lengkung antara porsi saham ditahan oleh pemilik asli dan perubahan kinerja perusahaan. LaPorta, Lopez-De-Silanes dan Shleifer (1999) turut mendukung kedua penelitian tersebut dengan menyatakan bahwa pada negara maju struktur kepemilikan mempengaruhi keuangan perusahaan.

Kepemilikan perusahaan pasca penawaran saham perdana tidak selalu di dominasi oleh kepemilikan publik secara individual. Sering dijumpai kepemilikan perusahaan di Indonesia justru di dominasi oleh kepemilikan institusional, atau dengan kata lain dimiliki oleh perusahaan lain. Porsi saham mayoritas yang dimiliki oleh institusi dapat mengendalikan arah kebijakan perusahaan sesuai harapan institusi tersebut. Keuntungan bagi institusi pemilik perusahaan tidak akan muncul apabila kinerja perusahaan buruk, oleh karena itu melalui kepemilikan institusional perusahaan akan dituntut untuk terus

memperbaiki kinerja keuangannya. Investor institusional diasumsikan memiliki kecenderungan untuk lebih mendorong peningkatan kinerja keuangan perusahaan karena perusahaan pemilik berorientasi pada keuntungan jangka panjang, berbeda dengan investor individual, utamanya spekulatif, yang mengincar keuntungan jangka pendek. Selain itu, kepemilikan institusional dianggap memiliki keunggulan pada bidang pengawasan kinerja dibandingkan dengan kepemilikan individual.

Ketika perusahaan telah melakukan penawaran saham perdana kesempatan publik untuk menyertakan modal pada perusahaan melalui pembelian saham terbuka lebar. Keadaan tersebut memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk memperoleh modal besar dari masyarakat. Peluang masuknya investasi yang akan mendukung kegiatan operasional dan pengembangan perusahaan melalui IPO diharapkan dapat mendorong peningkatan profitabilitas perusahaan. Selain itu, melalui IPO muncul likuiditas pasar atas saham perusahaan dan hal tersebut dapat menjadi motivasi bagi perusahaan untuk terus meningkatkan profitabilitas. Melalui kepemilikan publik diharapkan perusahaan mengalami peningkatan profitabilitas setelah penawaran saham perdana.

Meski sebagian besar investor akan tetap memegang saham dengan jumlah kecil sebagai pemegang saham pasif bagi perusahaan, namun pemegang saham lainnya akan memegang sejumlah besar saham dan secara aktif akan berperan pada pengelolaan perusahaan, baik sebagai pengawas manajemen saat ini atau sebagai pembuat keputusan alternatif atau bahkan langsung terjun pada pengelolaan perusahaan sebagai manajer (Mello dan Parsons, 1998). Pemegang saham yang berperan aktif mengelola perusahaan diharapkan dapat menyelaraskan kepentingan antara *principal* dan agen sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Melalui kepemilikan manajerial profitabilitas perusahaan diharapkan mengalami kenaikan pasca penawaran saham perdana.

Penelitian ini mengacu pada penelitian Wang (2005) yang berjudul "*Ownership and operating performance of Chinese IPOs*". Obyek penelitian tersebut adalah perusahaan Cina yang melakukan IPO atau menjual saham kepada publik. Hal yang diteliti adalah bagaimana pengaruh IPO dan kepemilikan terhadap performa keuangan perusahaan yang diukur dengan rasio profitabilitas. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa kinerja perusahaan pasca IPO menurun secara tajam apabila dilihat dari nilai ROA, pendapatan operasi per aset dan penjualan per aset. Penelitian Wang (2005) juga mengungkapkan bahwa masalah utama yang menyebabkan turunnya kinerja perusahaan Cina pasca IPO adalah konflik agensi. Berdasarkan hasil dari penelitian di Cina tersebut maka penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali efek IPO dan kepemilikan terhadap profitabilitas dengan objek yang berbeda, yaitu perusahaan di Indonesia.

Berdasarkan uraian latar belakang diatas maka peneliti merumuskan masalah yang sejalan dengan tujuan penelitian ini, yaitu 1) Apakah terdapat perbedaan antara profitabilitas perusahaan sebelum dan setelah penawaran saham perdana?, 2) Apakah struktur kepemilikan pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan?, 3) Apakah kepemilikan institusional pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan?, 4) Apakah kepemilikan publik pada tahun IPO

mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan?, 5) Apakah kepemilikan manajerial pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan?

## LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak dimana satu atau lebih prinsipal menugaskan orang lain (agen) untuk melakukan jasa atas nama prinsipal dengan mendelegasikan kekuasaan pengambilan keputusan kepada agen. Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori agensi dilandasi oleh asumsi sifat manusia, yaitu 1) Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), 2) Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*) dan 3) Manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*).

Lebih lanjut Darmawati (2005) mengungkapkan bahwa landasan teori agensi tidak hanya asumsi sifat manusia yang mementingkan diri sendiri, memiliki keterbatasan rasional dan menghindari resiko, namun juga asumsi keorganisasian yang menekankan adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria efektivitas dan adanya asimetri informasi antara prinsipal dan agen. Asumsi ketiga yang mendasari teori agensi adalah asumsi informasi yang mengemukakan bahwa informasi dianggap sebagai komoditi yang dapat diperjualbelikan.

Jansen dan Meckling (1976) mengungkapkan bahwa hubungan implisit antara pemegang saham dan manajer hanya salah satu dari hubungan keagenan, hubungan keagenan yang lain meliputi hubungan antara manajer dengan berbagai kelompok yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan atau disebut *stakeholder*. Sejalan dengan pemikiran tersebut Ahmadu, Ahmadu dan Tukur (2005) menyatakan bahwa pihak yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan tidak hanya pemegang saham, namun termasuk didalamnya adalah karyawan, kreditor, pemerintah dan pihak lain yang terlibat. Hubungan keagenan lebih luas antar pemangku kepentingan yang ada pada perusahaan tersebut merupakan pengembangan dari *agency theory* dan disebut sebagai *stakeholder theory*.

Teori keagenan mengasumsikan bahwa baik prinsipal maupun agen pada umumnya akan mementingkan dirinya sendiri (Deegan, 2004), yaitu untuk memaksimalkan utilitas subjektif mereka sehingga masing-masing pihak akan melakukan tindakan yang dapat memaksimalkan kemakmurannya. Sejalan dengan pemikiran tersebut, Terzaghi (2012) pada penelitiannya mengungkapkan pemegang saham sebagai prinsipal hanya tertarik pada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka pada perusahaan. Sedangkan para agen diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang berlaku pada hubungan tersebut. Manajemen yang bukan merupakan pemilik perusahaan umumnya memiliki tujuan pribadi yang seringkali berlawanan dengan tujuan pemilik perusahaan sebagai prinsipal. Perbedaan kepentingan tersebut akan menimbulkan masalah yang disebut sebagai masalah keagenan.

Salah satu masalah keagenan yang muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara prinsipal dan manajemen (agen) adalah masalah *moral hazard*. Menurut Williamson (1979:29) *moral hazard* merupakan bentuk asimetri informasi dimana satu pihak atau lebih pada suatu transaksi bisnis, atau transaksi bisnis yang potensial, dapat mengamati tindakan mereka untuk pemenuhan suatu transaksi, sedangkan pihak lainnya tidak dapat melakukan hal serupa. *Moral hazard* muncul ketika prinsipal atau pemegang saham tidak dapat mengobservasi secara langsung usaha manajemen ketika menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Teori agensi mengasumsikan bahwa seorang manajer sebagai pengelola perusahaan mengetahui lebih banyak informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemilik/pemegang saham, karena pemegang saham tidak memiliki informasi yang cukup mengenai kinerja agen, maka pemilik (pemegang saham) tidak pernah dapat mengetahui dengan pasti bagaimana usaha agen memberikan kontribusi pada hasil aktual perusahaan (Indriani, 2010). Oleh karena itu sebagai seorang manajer mempunyai kewajiban untuk memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan. Laporan keuangan tersebut penting bagi para pengguna eksternal terutama sekali karena kelompok ini berada pada kondisi yang paling besar ketidakpastiannya (Ali, 2002). Adanya ketidakseimbangan penguasaan informasi akan memicu munculnya suatu kondisi yang disebut sebagai asimetri informasi (*information asymmetry*). Asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) dapat memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba (*earnings management*) untuk menyesatkan pemilik (pemegang saham) mengenai kinerja ekonomi perusahaan.

Konflik keagenan yang muncul akibat ketidakseimbangan informasi yang didapatkan antara agen dan prinsipal dapat dikurangi melalui kepemilikan terkonsentrasi, karena konsentrasi kepemilikan memiliki kekuatan untuk mengendalikan keputusan manajemen. Namun, hal itu menimbulkan permasalahan lain, yaitu konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Fan dan Wong, 2002). Masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas terjadi akibat pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang lebih pada perusahaan. Hak kontrol pemegang saham mayoritas dapat digunakan untuk mempengaruhi keputusan manajemen ketika menentukan kebijakan perusahaan. Selain itu, hak kontrol pemegang saham mayoritas juga dapat digunakan untuk mengambil alih hak pemegang saham minoritas terkait redistribusi aset, kondisi ini menunjukkan bahwa aset perusahaan tidak dimiliki oleh pemegang saham minoritas (LaPorta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999).

Konflik kepentingan pada masalah keagenan akan menimbulkan biaya yang dikenal sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) terdapat tiga jenis biaya keagenan, yaitu 1) Biaya pengawasan (*monitoring cost*), 2) Biaya yang mengikat (*bonding cost*) dan 3) Biaya residu (*residual cost*).

## **Profitabilitas Perusahaan**

Menurut Suad (2001) profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Profitabilitas sesuai untuk mengukur efektivitas manajemen dan pengevaluasian kinerja manajemen ketika menjalankan bisnis dan produktivitasnya saat mengelola aset-aset perusahaan secara keseluruhan seperti yang nampak pada pengembalian yang dihasilkan oleh penjualan dan investasi, serta untuk mengevaluasi kinerja ekonomi dari bisnis. Secara umum profitabilitas merupakan pengukuran dari keseluruhan produktivitas dan kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan menunjukkan efisiensi dan produktivitas perusahaan tersebut. Rasio profitabilitas yang sering digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan diantaranya adalah: 1) Profit margin, 2) Return on Assets (ROA), 3) Return on equity (ROE) dan 4) Laba per lembar saham. Pada penelitian ini rasio profitabilitas yang digunakan adalah RO dan ROA dengan tambahan Operating Income to Asset (OI/A) dan Sales to Asset (S/A) sebagai rasio yang mendukung nilai ROA.

## **Pengembangan Hipotesis**

Umumnya peningkatan modal yang signifikan akan dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, hal tersebut dibuktikan melalui penelitian Kinyua, Nyanumba, Gathaiya dan Kithitu (1976) serta Naceur, Ghazouani dan Omran (2007). Pada ranah perusahaan publik, peningkatan kinerja keuangan perusahaan pasca *go public* dikemukakan melalui penelitian Boubakri, Cosset dan Guedhami (2004), Megginson dan Netter (2001), Harper (2002) serta Mathur dan Banchuenvijit (2007). Penelitian terhadap kinerja keuangan pasca *go public* tidak seluruhnya memberikan kesimpulan yang sama, penelitian Wang (2005), Jain dan Kini (1994), Kim, Kitsabunnarat dan Nofsinger (2004) serta beberapa penelitian lain menemukan bahwa *go public* justru memberikan pengaruh negatif terhadap profitabilitas perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis pertama yang akan di uji pada penelitian ini adalah:

**H<sub>1</sub> : Terdapat perbedaan profitabilitas perusahaan untuk periode sebelum dan setelah penawaran saham perdana**

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa struktur kepemilikan memiliki kaitan dengan tata kelola perusahaan sehingga berpengaruh positif atau negatif terhadap tata kelola perusahaan. Penelitian Jain dan Kini (1994) terhadap perusahaan di Amerika Serikat menemukan hubungan positif antara perubahan kinerja dan porsi saham yang tetap dimiliki oleh pemegang saham awal, sedangkan penelitian Kim dan Nofsinger (2004) pada perusahaan Thailand menemukan adanya hubungan lengkung antara porsi saham ditahan oleh pemilik asli dan perubahan kinerja perusahaan. LaPorta, Lopez-De-Silanes dan Shleifer (1999) turut mendukung kedua penelitian tersebut dengan menyatakan bahwa pada negara maju struktur kepemilikan mempengaruhi keuangan perusahaan. Berdasarkan latar belakang tersebut maka disusun hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>2</sub> : Struktur kepemilikan pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO**

Keberadaan pemilik institusional merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan menjadi lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Kepemilikan saham oleh sebuah institusi akan mendorong manajemen perusahaan untuk terus meningkatkan kinerja keuangannya karena investasi yang dilakukan oleh perusahaan utamanya berorientasi pada keuntungan jangka panjang. Kepemilikan institusional diharapkan mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan, sehingga hipotesis ketiga yang akan di uji pada penelitian ini adalah:

**H<sub>3</sub> : Kepemilikan institusional pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO**

Kepemilikan perusahaan oleh publik memberikan kesempatan bagi perusahaan untuk dapat memperoleh modal sebesar-besarnya untuk menjalankan kegiatan operasional. Selain itu, dengan adanya kepemilikan oleh publik atau masyarakat secara luas diasumsikan perusahaan akan semakin terdorong untuk melakukan kegiatan operasional dengan lebih efektif dan efisien untuk memenuhi tuntutan pemilik saham. Berdasarkan hal tersebut maka diharapkan kepemilikan saham oleh publik dapat berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan, sehingga hipotesis keempat yang akan di uji pada penelitian ini adalah:

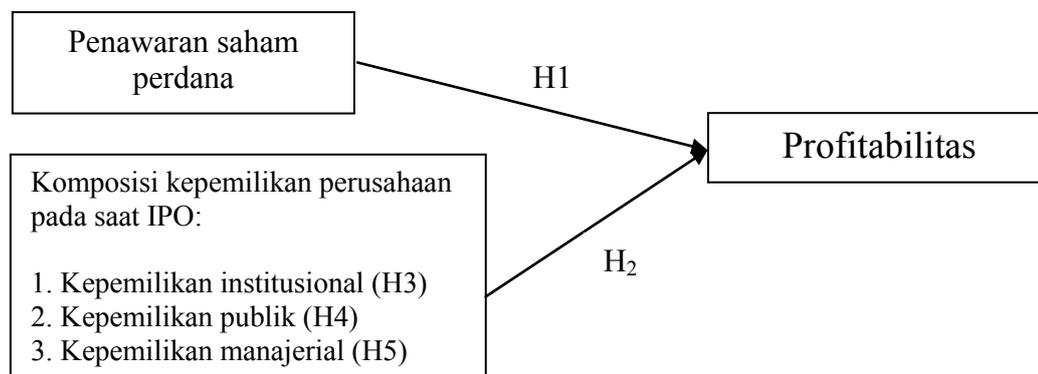
**H<sub>4</sub> : Kepemilikan publik pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO**

Pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian akan memungkinkan munculnya konflik yang disebut konflik keagenan (Kim, Kitsabunnarat, & Nofsinger, 2004). Kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen, sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus seorang pemilik (Jensen & Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 1976). Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan, karena kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham yang notabene merupakan dirinya sendiri. Kepemilikan manajerial diasumsikan dapat mempengaruhi profitabilitas perusahaan secara positif, sehingga hipotesis kelima yang akan di uji pada penelitian ini adalah:

**H<sub>5</sub> : Kepemilikan publik pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO**

Berdasarkan uraian hipotesis diatas maka dapat disusun model penelitian sebagai berikut:

**Gambar 2.1**  
**Model Penelitian**



Model penelitian ini mengacu pada penelitian Wang (2005) mengenai pengaruh penawaran saham perdana terhadap profitabilitas. Perbedaan model pada penelitian ini dengan model yang dikemukakan oleh Wang (2005) adalah tidak adanya variabel kepemilikan negara (*state ownership*). Selain menghilangkan variabel kepemilikan negara, perbedaan model penelitian ini adalah adanya tambahan variabel kepemilikan publik dan kepemilikan manajerial sebagai bagian dari struktur kepemilikan perusahaan yang diasumsikan dapat mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan pasca IPO.

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Populasi adalah jumlah dari keseluruhan kelompok individu, kejadian- kejadian yang menarik perhatian peneliti untuk diteliti atau diselidiki (Sekaran, 2006:265). Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang memiliki kriteria tertentu. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel dilakukan berdasarkan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan melakukan penawaran saham perdana melalui BEI pada tahun 2009-2011
2. Perusahaan tidak tergolong sebagai perusahaan pada industri keuangan maupun perbankan
3. Perusahaan memiliki dan mempublikasikan laporan keuangan selama periode penelitian
4. Perusahaan memiliki dan mempublikasikan laporan tahunan selama periode penelitian
5. Perusahaan tidak melakukan *de-listing* selama periode penelitian

### Jenis Penelitian

Penelitian ini ingin memberikan bukti empiris mengenai perubahan profitabilitas perusahaan sebelum dan setelah penawaran saham perdana, serta menguji dampak komposisi kepemilikan pada perubahan profitabilitas tersebut. Berdasarkan tujuan penelitian tersebut jenis penelitian ini adalah pengujian hipotesis (*hypothesis testing*). Menurut Sekaran (2006:31) pengujian hipotesis merupakan jenis penelitian

yang menjelaskan beberapa hubungan dan pengaruh antar variabel, memahami perbedaan antar kelompok, dan independensi antarvariabel pada suatu situasi.

## Jenis dan Sumber Data

Berdasarkan cara memperoleh data, jenis data penelitian ini adalah data sekunder. Data berupa laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia (<http://www.idx.co.id/>) maupun *website* resmi masing-masing sampel. Data yang digunakan pada penelitian adalah data *cross section*, yaitu data yang terdiri atas beberapa objek pada suatu waktu (Winarno, 2011:91).

## Definisi Operasional Variabel Penelitian

### 1. Variabel Dependen

Variabel dependen penelitian ini adalah profitabilitas perusahaan yang diukur dengan rasio *Return on Equity* (ROE), *Return on Assets* (ROA), *Operating income to Assets* (OI/A) dan *Sales to Assets* (S/A). Rumus untuk mencari rasio-rasio profitabilitas tersebut adalah sebagai berikut:

<i>Return on Equity</i> (ROE)	=	$\frac{\text{Earning after interest and tax}}{\text{Equity}}$
<i>Return on Assets</i> (ROA)	=	$\frac{\text{After-tax net income}}{\text{Total assets}}$
<i>Operating income to Assets</i> (OI/A)	=	$\frac{\text{Before-tax-and-interest operating income}}{\text{Total assets}}$
<i>Sales to Assets</i> (S/A)	=	$\frac{\text{Total sales}}{\text{Total assets}}$

### 2. Variabel Independen

#### a. Kepemilikan institusional (INST)

Dihitung berdasarkan persentase kepemilikan saham perusahaan oleh institusi dibandingkan seluruh saham perusahaan pada periode IPO. Rumus yang digunakan untuk mengukur variabel kepemilikan institusional adalah sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan institusional (INST)} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham institusi}}{\text{Jumlah saham keseluruhan}}$$

#### b. Kepemilikan manajerial (MNJ)

Kepemilikan manajerial merupakan variabel *dummy*, dinotasikan dengan angka 0 bagi perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dan angka 1 bagi perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial.

c. Kepemilikan publik (PUB)

Dihitung berdasarkan persentase kepemilikan saham perusahaan oleh publik dibandingkan seluruh saham perusahaan pada periode IPO. Rumus yang digunakan untuk mengukur variabel kepemilikan publik adalah sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan publik (PUB)} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham public}}{\text{Jumlah saham keseluruhan}}$$

### Pengujian Analisis Data

Pada penelitian ini metode analisis data yang digunakan adalah statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji hipotesis. Analisis data yang diperoleh pada penelitian ini akan menggunakan bantuan program SPSS *Statistics*. Statistik deskriptif digunakan untuk membantu menggambarkan keadaan (fakta) yang sebenarnya dari suatu penelitian. Pada penelitian ini uji asumsi klasik dilakukan dengan melakukan pengujian multikolinearitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, dan uji normalitas.

Pada penelitian ini metode analisis data yang digunakan dibagi menjadi tiga bagian berdasarkan hipotesis yang telah disusun sebelumnya, koefisien keyakinan yang digunakan untuk seluruh uji hipotesis sebesar 95% atau derajat kesalahan sebesar 5%. Analisis data pada masing-masing hipotesis dijelaskan pada poin berikut:

1. Terdapat perbedaan profitabilitas perusahaan untuk periode sebelum dan setelah penawaran saham perdana ( $H_1$ )

Metode pengujian hipotesis pengaruh penawaran saham perdana terhadap profitabilitas adalah membandingkan rata-rata (*mean*) ROE perusahaan sampel pada tahun sebelum melakukan IPO ( $y-1$ ) dengan ROE tahun IPO ( $y$ ), tahun pertama setelah IPO ( $y+1$ ) dan tahun kedua setelah IPO ( $y+2$ ). Metode yang digunakan untuk menguji  $H_1$  adalah uji *compare mean paired-samples T test* atau uji *2 related samples non parametric*, yang akan diputuskan berdasarkan hasil uji normalitas data.

2. Struktur kepemilikan pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO ( $H_2$ )

Pengujian hipotesis kedua ( $H_2$ ) menggunakan data dari hasil penelitian hipotesis satu ( $H_1$ ). Tahun perbandingan yang digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas ditentukan oleh perubahan profitabilitas terbesar. Metode pengujian  $H_2$  adalah dengan uji linier berganda, menguji ketepatan perkiraan (uji  $R^2$ ) dan koefisien regresi simultan (uji F). Uji  $R^2$  digunakan untuk mengukur besarnya tingkat kesalahan dari koefisien regresi, uji F digunakan untuk menentukan uji ketepatan model. Variabel dependen yang digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas adalah ROE, ROA, OI/A dan S/A.

Persamaan regresi linier berganda yang digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan publik dan kepemilikan manajerial adalah sebagai berikut:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 INST_i + \beta_2 PUB_i + \beta_3 MNJ_i + e$$

Keterangan:

Y	: Perubahan profitabilitas perusahaan i
$\alpha$	: Konstanta
$\beta$	: Koefisien regresi
$INST_i$	: Persentase kepemilikan institusional perusahaan i pada tahun IPO
$PUB_i$	: Kepemilikan publik perusahaan i pada periode IPO
$MNJ_i$	: Kepemilikan manajerial perusahaan i pada tahun IPO
e	: <i>Error</i>

3. Kepemilikan institusional pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO

Metode pengujian hipotesis ketiga ( $H_3$ ) adalah dengan uji linier berganda, melalui pengujian signifikansi parameter individu (uji t). Model penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 INST_i + \beta_2 PUB_i + \beta_3 MNJ_i + e$$

Nilai statistik t dan nilai probabilitas statistik variabel kepemilikan institusional (INST) menjadi acuan penerimaan hipotesis ketiga ( $H_3$ ). Jika nilai probabilitas statistik kurang dari tingkat signifikansi atau  $\text{sig } t < 5\%$  maka hipotesis diterima.

4. Kepemilikan publik pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO

Metode pengujian hipotesis keempat ( $H_4$ ) adalah dengan uji linier berganda, melalui pengujian signifikansi parameter individu (uji t). Model penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 INST_i + \beta_2 PUB_i + \beta_3 MNJ_i + e$$

Nilai statistik t dan nilai probabilitas statistik variabel kepemilikan publik (PUB) menjadi acuan penerimaan hipotesis keempat ( $H_4$ ). Jika nilai probabilitas statistik kurang dari tingkat signifikansi atau  $\text{sig } t < 5\%$  maka hipotesis diterima.

5. Kepemilikan manajerial pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO

Metode pengujian hipotesis kelima ( $H_5$ ) adalah dengan uji linier berganda, melalui pengujian signifikansi parameter individu (uji t). Model penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 INST_i + \beta_2 PUB_i + \beta_3 MNJ_i + e$$

Nilai statistik t dan nilai probabilitas statistik variabel kepemilikan manajerial (MNJ) menjadi acuan penerimaan hipotesis kelima ( $H_5$ ). Jika nilai probabilitas statistik kurang dari tingkat signifikansi atau  $\text{sig } t < 5\%$  maka hipotesis diterima.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan populasi perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dalam penelitian ini diambil berdasarkan metode *purposive sampling* yaitu metode pengambilan

sampel dari populasi berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Prosedur pemilihan sampel dalam penelitian ini berdasarkan kriteria pada tabel 4.1 berikut:

**Tabel 4.1**  
**Prosedur Pemilihan Sampel**

<b>Keterangan</b>	<b>Jumlah</b>
Perusahaan tercatat di BEI pada tahun 2014	507
Perusahaan melakukan IPO diluar tahun 2009-2011	(446)
Perusahaan pada industri keuangan dan perbankan yang tercatat di BEI melalui penawaran saham perdana pada tahun 2009-2011	(8)
Perusahaan tidak memiliki atau tidak mempublikasikan laporan keuangan selama periode penelitian	(0)
Perusahaan tidak memiliki atau tidak mempublikasikan laporan tahunan selama periode penelitian	(0)
Perusahaan melakukan <i>de-listing</i> selama periode penelitian	(0)
<b>Total Sampel</b>	<b>53</b>

Berdasarkan kriteria yang digunakan pada prosedur pemilihan sampel maka diperoleh total sampel sebanyak 53 perusahaan. Distribusi sampel pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut:

**Tabel 4.2**  
**Distribusi Sampel Berdasarkan Tahun IPO**

<b>Tahun IPO</b>	<b>Jumlah IPO</b>	<b>Persentase sampel (%)</b>
2009	11	20.75%
2010	21	39.62%
2011	21	39.62%
<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>100.00%</b>

Sumber: Data sekunder diolah, 2014

Analisis deskriptif digunakan untuk mengetahui gambaran atau deskripsi variabel dengan menunjukkan nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimal dan nilai minimal. Ringkasan analisis deskriptif ditunjukkan pada tabel 4.3 berikut:

**Tabel 4.3**  
**Statistik Deskriptif Perusahaan Sampel Pada Tahun IPO**

	<b>Rata-rata</b>	<b>Nilai tengah</b>	<b>Maksimal</b>	<b>Minimal</b>	<b>Persentil 25</b>	<b>Persentil 75</b>
<b>Profitabilitas:</b>						
ROE	12.36	10.71	95.99	-31.64	3.8975	16.25
ROA	0.05	0.06	0.30	-0.56	0.0163	0.088175
OI/A	0.08	0.07	0.33	-0.34	0.0363	0.1138
S/A	0.79	0.49	3.69	0.01	0.3175	1.197
<b>Kepemilikan:</b>						
INST (%)	69.72	75.00	97.89	0.00	60.9975	81.96
PUB (%)	21.30	19.98	49.90	2.11	14.015	29.965

Sumber: Data sekunder diolah, 2014

Statistik deskriptif untuk variabel *dummy* menjelaskan mengenai frekuensi dan persentase data. Ringkasan analisis deskriptif bagi variabel kepemilikan manajerial (MNJ) adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.4**  
**Statistik Deskriptif Kepemilikan Manajerial Pada Tahun IPO**

	Frekuensi	Persentase
Valid 0	28	52.8
1	25	47.2
Total	53	100.0

Sumber: Data sekunder diolah, 2014

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan yang sangat tinggi diantara variabel independen lainnya. Hasil pengujian multikolinearitas adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

Model	Statistik Kolinearitas	
	Toleransi	VIF
1 (Constant)		
INST	.708	1.413
PUB	.823	1.215
MNJ	.835	1.198

Sumber: Data sekunder diolah, 2014

**Tabel 4.6**  
**Koefisien Korelasi Variabel**

Model		MNJ	PUB	INST	
1	Correlations	MNJ	1.000	.171	.406
		PUB	.171	1.000	.420
		INST	.406	.420	1.000

Sumber: Data sekunder diolah, 2014

Hasil pengujian multikolinearitas, sesuai dengan tabel 4.5, menunjukkan bahwa seluruh variabel pada penelitian ini memiliki nilai *tolerance* > 0.10 dan nilai VIF < 10 dan pada tabel 4.6 nilai koefisien korelasi antar variabel < 0.9. Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa pada model regresi tidak terjadi multikolinearitas.

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah terdapat hubungan antara satu residual pengamatan dan residual pengamatan lainnya. Hasil uji autokorelasi pada tiga model penelitian ditunjukkan pada tabel 4.7 berikut:

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

Model	Durbin-Watson
(1) $ROE(Ch) = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 PUB + \beta_3 MNJ + e$	1.895
(2) $ROA(Ch) = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 PUB + \beta_3 MNJ + e$	1.472
(3) $OI/A(Ch) = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 PUB + \beta_3 MNJ + e$	1.938
(4) $S/A(Ch) = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 PUB + \beta_3 MNJ + e$	2.016

Sumber: Data sekunder diolah, 2014

Jumlah variabel independen pada masing-masing model (k) adalah 3 dan jumlah sampel (n) 52 sehingga nilai dU pada tabel Durbin-Watson yang digunakan pada penelitian ini adalah 1.491 dan nilai 4-dU sebesar 2.509. Dasar pengambilan keputusan tidak terdapat autokorelasi adalah nilai Durbin-Watson (DW) berada diatas nilai dU dan dibawah nilai 4-dU ( $dU < DW < 4-dU$ ). Berdasarkan nilai DW pada tabel 4.7 tersebut maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada seluruh model penelitian.

Pada penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat grafik *scatterplot*. Hasil uji heteroskedastisitas terdapat pada lampiran 4. Berdasarkan grafik Scatterplot pada lampiran 4 dapat terlihat bahwa tidak terdapat pola tertentu yang teratur pada titik-titiknya misalnya bergelombang ataupun melebar kemudian menyempit. Grafik Scatterplot tersebut juga menunjukkan bahwa titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada seluruh model regresi.

## Pengujian Hipotesis

### 1. Perubahan Profitabilitas Perusahaan Pasca IPO

Perubahan profitabilitas perusahaan pasca IPO yang diukur dengan ROE, ROA, OI/A dan S/A merupakan hipotesis pertama pada penelitian ini. Metode pengukuran perubahan dilakukan dengan membandingkan rata-rata (*mean*) perusahaan pada tahun IPO. Uji statistik yang digunakan adalah *Wilcoxon two-sample signed rank test*. Hasil uji komparatif adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.8**  
**Hasil Uji Komparatif Perubahan Profitabilitas**

			y-1 dan y	y-1 dan y+1	y-1 dan y+2
ROE	Statistik deskriptif	Rata-rata sebelum	15.9894	15.9894	15.9894
		Rata-rata sesudah	12.0487	12.3588	5.2608
	Ranking	Negatif	34	34	39
		Positif	18	18	12
		Seri	0	0	1
	Statistik tes	z-Statistics	-3.014	-2.668	-3.951
p-value (2-tailed)		0.003*	0.008*	0.000*	
ROA	Statistik deskriptif	Rata-rata sebelum	0.0760	0.0760	0.0760
		Rata-rata sesudah	0.0503	0.0700	0.0462
	Ranking	Negatif	29	28	33
		Positif	23	24	19
		Seri	0	0	0
	Statistik tes	z-Statistics	-1.239	-0.392	-2.514
p-value (2-tailed)		0.216	0.695	0.012*	
OI/A	Statistik deskriptif	Rata-rata sebelum	0.1085	0.1085	0.1085
		Rata-rata sesudah	0.0742	0.1029	0.0844
	Ranking	Negatif	31	26	31
		Positif	21	26	21
		Seri	0	0	0
	Statistik tes	z-Statistics	-1.739	-0.287	-2.236

		p-value (2-tailed)	0.082	0.774	0.025*
S/A	Statistik deskriptif	Rata-rata sebelum	1.139112	1.139112	1.139112
		Rata-rata sesudah	0.790978	0.801337	0.781196
Ranking		Negatif	30	30	32
		Positif	21	21	19
		Seri	0	0	0
Statistik tes		z-Statistics	-2.043	-2.222	-2.446
		p-value (2-tailed)	0.041*	0.026*	0.014*

\*Signifikan pada tingkat 5%

Pada penelitian ini juga dilakukan analisis perubahan profitabilitas berdasarkan tahun IPO perusahaan. Perubahan profitabilitas antara satu tahun sebelum IPO (y-1) dan tahun IPO (y), satu tahun setelah IPO (y+1) serta dua tahun setelah IPO (y+2) berdasarkan tahun IPO perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 4.9 berikut:

**Tabel 4.9**  
**Hasil Uji Komparatif Perubahan Profitabilitas Berdasarkan Tahun IPO**

Tahun IPO			y-1 dan y	y-1 dan y+1	y-1 dan y+2
2009	ROE	z-Statistics	-1.478	-1.274	-1.274
		p-value (2-tailed)	0.139	0.203	0.203
	ROA	z-Statistics	0.000	-0.968	-0.051
		p-value (2-tailed)	1.000	0.333	0.959
	OI/A	z-Statistics	-0.968	-0.102	-0.357
		p-value (2-tailed)	0.333	0.919	0.721
S/A	z-Statistics	-1.125	-0.770	-0.415	
	p-value (2-tailed)	0.260	0.441	0.678	
2010	ROE	z-Statistics	-1.860	-1.338	-2.315
		p-value (2-tailed)	0.063	0.181	0.021*
	ROA	z-Statistics	-0.382	-0.226	-1.442
		p-value (2-tailed)	0.702	0.821	0.149
	OI/A	z-Statistics	-1.164	-0.017	-1.790
		p-value (2-tailed)	0.244	0.986	0.073
S/A	z-Statistics	-2.103	-1.234	-1.060	
	p-value (2-tailed)	0.035*	0.217	0.289	
2011	ROE	z-Statistics	-1.964	-2.103	-3.146
		p-value (2-tailed)	0.050*	0.035*	0.002*
	ROA	z-Statistics	-1.338	-1.269	-2.589
		p-value (2-tailed)	0.181	0.205	0.010*
	OI/A	z-Statistics	-0.852	-0.434	-1.338
		p-value (2-tailed)	0.394	0.664	0.181
S/A	z-Statistics	-1.999	-2.103	-2.416	
	p-value (2-tailed)	0.046*	0.035*	0.016*	

\*Signifikan pada tingkat 5%

Berdasarkan tabel 4.9 dapat terlihat bahwa tidak terdapat perubahan profitabilitas yang signifikan pada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2009. Perusahaan yang melakukan IPO pada tahun

2010 hanya mengalami penurunan signifikan ROE setelah tahun kedua (y-1 dan y). Penurunan profitabilitas secara signifikan paling banyak dialami oleh perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2012, yaitu penurunan ROE dan S/A pada tahun IPO (y-1 dan y) dan satu tahun setelah IPO (y-1 dan y+1), sedangkan pada tahun kedua setelah IPO (y-1 dan y+2) penurunan signifikan terjadi pada tiga ukuran profitabilitas, yaitu ROE, ROA dan S/A.

## 2. Pengaruh Kepemilikan Terhadap Perubahan Profitabilitas

Metode pengujian dilakukan dengan menggunakan tiga variabel dependen, yaitu perubahan ROE, ROA, OI/A dan S/A. Perubahan profitabilitas yang digunakan pada uji hipotesis penelitian ini adalah perubahan antara satu tahun sebelum IPO (y-1) dan dua tahun setelah IPO (y+2) karena berdasarkan uji  $H_1$  perubahan *mean* profitabilitas pada kedua tahun tersebut adalah signifikan. Perubahan profitabilitas dinotasikan dengan ROE(Ch), ROA(Ch), OI/A(Ch) dan S/A(Ch). Uji dilakukan dengan regresi linear berganda, uji koefisien determinasi R-Square, uji simultan (uji F) dan uji parsial (uji t). Hasil uji pengaruh kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.10**  
**Hasil Uji Pengaruh Kepemilikan Terhadap Perubahan ROE**

ROE(Ch) = $\alpha + \beta_1$ INST + $\beta_2$ PUB + $\beta_3$ MNJ + e						
Adjusted R-Square	ANOVA		Coefficients			
	F	Sig.		B	t	Sig.
0.025	0.407	0.749	Constant	-27.447		
			INST	0.191	0.630	0.531
			PUB	0.292	0.536	0.594
			MNJ	-6.095	-0.526	0.601

**Tabel 4.11**  
**Hasil Uji Pengaruh Kepemilikan Terhadap Perubahan ROA**

ROA(Ch) = $\alpha + \beta_1$ INST + $\beta_2$ PUB + $\beta_3$ MNJ + e						
Adjusted R-Square	ANOVA		Coefficients			
	F	Sig.		B	t	Sig.
0.087	1.522	0.221	Constant	-0.116		
			INST	0.001	1.446	0.155
			PUB	0.001	0.929	0.358
			MNJ	-0.022	-0.813	0.420

**Tabel 4.12**  
**Hasil Uji Pengaruh Kepemilikan Terhadap Perubahan OI/A**

$OI/A(Ch) = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 PUB + \beta_3 MNJ + e$						
Adjusted	ANOVA		Coefficients			
R-Square	F	Sig.		B	t	Sig.
			Constant	0.011		
0.045	0.758	0.523	INST	-0.001	-0.817	0.418
			PUB	0.001	0.673	0.504
			MNJ	-0.025	-0.872	0.387

**Tabel 4.13**  
**Hasil Uji Pengaruh Kepemilikan Terhadap Perubahan S/A**

$S/A(Ch) = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 PUB + \beta_3 MNJ + e$						
Adjusted	ANOVA		Coefficients			
R-Square	F	Sig.		B	t	Sig.
			Constant	1.631		
0.109	1.965	0.132	INST	-0.010	-0.796	0.430
			PUB	-0.038	-1.672	0.101
			MNJ	-0.929	-1.929	0.060

### **Pembahasan Hasil Penelitian**

1. Terdapat perbedaan profitabilitas perusahaan untuk periode sebelum dan setelah penawaran saham perdana ( $H_1$ )

Hasil uji hipotesis menunjukkan adanya perubahan profitabilitas secara signifikan pasca IPO, yaitu antara satu tahun sebelum IPO ( $y-1$ ) dan dua tahun setelah IPO ( $y+2$ ). Perubahan profitabilitas perusahaan pasca IPO dengan menggunakan ukuran ROE, ROA, OI/A maupun S/A seluruhnya menunjukkan nilai negatif, yang berarti perubahan profitabilitas pasca IPO yang terjadi adalah penurunan signifikan. Penurunan terbesar terjadi pada profitabilitas dengan ukuran ROE sebesar 67.09% dan pada urutan kedua adalah penurunan ROA sebesar 39.21%. Pada rasio OI/A dan S/A penurunan terjadi sebesar 22.21% dan 31.42%.

Penelitian ini menemukan hasil yang serupa dengan penelitian Wang (2005) pada IPO perusahaan Cina. Penelitian tersebut mengungkapkan adanya penurunan signifikan pada ROA, OI/A dan S/A. Hasil serupa juga diungkapkan oleh Jain dan Kini (1994) yang meneliti perusahaan Amerika Serikat. Apabila dibandingkan dengan kedua penelitian tersebut, penurunan nilai ROA perusahaan Indonesia pasca IPO adalah yang terbesar. Seperti telah disampaikan sebelumnya, penurunan ROA yang ditemukan pada penelitian ini adalah 39.21%, sedangkan penurunan ROA penelitian Wang (2005) sebesar 31% dan penelitian Jain dan Kini (1994) hanya sebesar 9%. Persentase penurunan ROA tersebut dapat dikatakan

sangat besar karena selain nilai penurunannya yang terbesar, rentang waktu yang digunakan pada penelitian ini paling pendek. Penelitian ini menggunakan rentang waktu 3 tahun ( $y-1$  dan  $y+2$ ), lebih pendek dari rentang waktu yang digunakan Wang (2005) maupun Jain dan Kini (1994) masing-masing 6 tahun ( $y-3$  dan  $y+3$ ) dan 4 tahun ( $y-1$  dan  $y+3$ ). Apabila tren penurunan ROA terus berlanjut maka dengan rentang waktu yang sama perusahaan Indonesia akan mengalami penurunan yang lebih besar lagi.

Sesuai dengan tabel 4.8, penurunan terbesar adalah profitabilitas dengan rasio ROE. Hal tersebut menunjukkan bahwa dengan bertambahnya ekuitas melalui penjualan saham perusahaan akan semakin kehilangan kemampuan untuk menghasilkan nilai tambah bagi pemilik atau pemegang saham. Sesuai dengan rumus perhitungan ROE yaitu *earning after interest and tax* dibagi dengan *equity*, sesuai hasil penelitian, dapat dikatakan bahwa pendapatan perusahaan setelah pajak dan bunga tidak dapat meningkat sebanding dengan peningkatan ekuitas. Keadaan yang tergambar melalui hasil penelitian ini adalah kurangnya efektivitas ataupun efisiensi penggunaan modal oleh perusahaan setelah melakukan IPO.

Penurunan nilai ROA, OI/A dan S/A yang signifikan antara satu tahun sebelum IPO ( $y-1$ ) dan dua tahun setelah IPO ( $y+2$ ) mengindikasikan bahwa efektivitas perusahaan saat menggunakan aset untuk menghasilkan laba justru menurun setelah IPO. Berdasarkan laporan keuangan perusahaan sampel terlihat bahwa perusahaan memperoleh peningkatan nilai aset rata-rata lebih dari 150% dalam jangka waktu antara  $y-1$  hingga  $y+1$ , namun peningkatan nilai aset tersebut tidak seimbang dengan peningkatan laba maupun nilai penjualan.

Selain menguji hipotesis perubahan profitabilitas pada sampel secara keseluruhan, penelitian ini juga melakukan pengujian komparatif perubahan profitabilitas berdasarkan tahun IPO. Tujuan dilakukan pengujian tersebut adalah untuk mengetahui adanya pengaruh karakteristik sampel berupa tahun IPO terhadap perubahan profitabilitas. Hasil uji komparatif berdasarkan tahun IPO pada tabel 4.9 menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010 mengalami penurunan yang lebih besar daripada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2009, sedangkan perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2011 mengalami penurunan yang lebih besar daripada perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2010. Adanya perbedaan tersebut mengindikasikan adanya pola yang berkaitan dengan tahun IPO. Pola tersebut tidak muncul pada IPO perusahaan di Cina yang telah diteliti oleh Wang (2005). Kesimpulan sementara dari hasil tersebut adalah adanya kecenderungan penurunan profitabilitas yang lebih besar pada perusahaan yang baru melakukan IPO. Penelitian lebih lanjut mengenai hal tersebut dapat dilakukan.

OI/A dan S/A digunakan pada penelitian ini untuk mengetahui adanya praktik *earning management* yang mempengaruhi nilai ROA. Berdasarkan tabel 4.8 dapat terlihat bahwa tren penurunan ROA sama dengan tren penurunan OI/A namun tidak sama dengan tren penurunan S/A. Meski hasil yang muncul melalui ketiga rasio tersebut sama, yaitu mengalami penurunan, tetapi pada S/A penurunan signifikan terjadi pada seluruh tahun perbandingan. Adanya hasil tersebut memunculkan dugaan adanya *earning management*, misalnya terkait dengan nilai harga pokok penjualan, beban operasional maupun

pendapatan lain-lain. Meski demikian penelitian ini tidak dapat menjelaskan adanya indikasi penggelembungan laba pada tahun sebelum IPO.

2. Struktur kepemilikan pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO ( $H_2$ )

Hasil uji hipotesis mengenai pengaruh kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas menunjukkan nilai yang tidak signifikan. Proporsi dan jenis kepemilikan pada saat IPO secara simultan tidak mempengaruhi perubahan profitabilitas. Hal tersebut berarti profitabilitas pasca IPO pada perusahaan dengan proporsi kepemilikan institusional tidak lebih baik dari perusahaan dengan proporsi besar pada kepemilikan publik maupun manajerial, begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Wang (2005) yang juga menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh kepemilikan (negara, institusi dan individual) terhadap profitabilitas secara simultan.

Koefisien determinasi (R-Square) pengaruh kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas sangat rendah, yaitu dibawah 15% pada masing-masing model penelitian. Nilai  $R^2$  yang rendah berarti faktor kepemilikan, tanpa memperhatikan tingkat signifikan, hanya memiliki porsi kecil untuk mempengaruhi perubahan profitabilitas dan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti. Hasil penelitian ini serupa dengan penelitian Wang (2005) dan Kim et al. (2004) yang juga menemukan nilai rendah pada koefisien determinasi ( $R^2$ ) pengaruh kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas.

3. Kepemilikan institusional pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO ( $H_3$ )

Secara parsial pengaruh kepemilikan institusional terhadap perubahan ROA dan perubahan ROE bernilai positif, yang berarti semakin besar kepemilikan institusional maka akan memperbesar perubahan ROA dan ROE. Meski demikian, hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap profitabilitas tidak signifikan atau sangat kecil pengaruhnya. Penelitian ini menemukan hasil serupa dengan penelitian Wang (2005) terhadap IPO perusahaan Cina yang menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional dan perubahan profitabilitas memiliki hubungan tidak linear. Penyebab kepemilikan institusional tidak mempengaruhi secara signifikan dapat disebabkan kurangnya peran institusi sebagai pemilik untuk melakukan pengawasan terhadap kinerja perusahaan. Hal lain yang ditemukan pada perusahaan sampel adalah adanya kecenderungan kepemilikan institusi yang sama dan proporsi kepemilikan yang tidak banyak berubah dari tahun ketahun, hal tersebut dapat menjadi pemicu kurangnya pengawasan.

4. Kepemilikan publik pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO ( $H_4$ )

Kepemilikan publik secara parsial memiliki pengaruh positif terhadap ROA dan ROE, sehingga dapat diartikan semakin besar kepemilikan publik maka akan semakin besar ROE dan ROA perusahaan. Namun sama seperti pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan publik juga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan profitabilitas perusahaan. Alasan mengapa kepemilikan publik tidak

berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan profitabilitas diantaranya karena kepemilikan publik pada perusahaan sampel tergolong rendah, yaitu rata-rata 21.30% dan nilai maksimal hanya 49.90%.

5. Kepemilikan manajerial pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO ( $H_5$ )

Pengaruh kepemilikan manajerial secara parsial terhadap perubahan ROE dan ROA adalah negatif, yang berarti dengan adanya kepemilikan manajerial profitabilitas perusahaan justru menurun. Hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang mengemukakan bahwa pemisahan kepemilikan dan manajerial menimbulkan biaya keagenan, sehingga nilai dan profitabilitas perusahaan akan meningkat dengan adanya kepemilikan manajerial. Meski hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif, namun hasil penelitian ini tidak sepenuhnya bertentangan dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) karena kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan profitabilitas. Pengaruh kepemilikan manajerial yang tidak signifikan disebabkan persentase kepemilikan manajer pada perusahaan sampel sangat kecil, sehingga dapat diasumsikan manajer perusahaan tidak termotivasi meningkatkan profitabilitas perusahaan dengan tujuan untuk meningkatkan nilai saham yang dimilikinya.

Hasil pengujian hipotesis secara ringkas dapat dilihat pada tabel 4.14 berikut:

**Tabel 4.14**  
**Ikhtisar Pengujian Hipotesis**

Hipotesis		t Statistik		Nilai Probabilitas	Keterangan
H1	Terdapat perbedaan profitabilitas perusahaan untuk periode sebelum dan setelah penawaran saham perdana	ROE	-3.951	0.000	Hipotesis diterima
		ROA	-2.514	0.012	
		OI/A	-2.236	0.025	
		S/A	-2.446	0.014	
H2	Struktur kepemilikan pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO	ROE	0.407	0.749	Hipotesis ditolak
		ROA	1.522	0.221	
		OI/A	0.758	0.523	
		S/A	1.965	0.132	
H3	Kepemilikan institusional pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO	ROE	0.630	0.531	Hipotesis ditolak
		ROA	1.446	0.155	
		OI/A	-0.817	0.418	
		S/A	-0.796	0.430	
H4	Kepemilikan publik pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO	ROE	0.536	0.594	Hipotesis ditolak
		ROA	0.929	0.358	
		OI/A	0.673	0.504	
		S/A	-1.672	0.101	
H5	Kepemilikan manajerial pada tahun IPO mempengaruhi perubahan profitabilitas perusahaan untuk periode setelah IPO	ROE	-0.526	0.601	Hipotesis ditolak
		ROA	-0.813	0.420	
		OI/A	-0.872	0.387	
		S/A	-1.929	0.060	

## PENUTUP

### Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan mengalami penurunan signifikan setelah IPO. Penurunan signifikan terjadi pada seluruh rasio profitabilitas yang digunakan pada penelitian ini (ROE, ROA, OI/A dan S/A) antara satu tahun sebelum IPO dan dua tahun setelah IPO. Dapat disimpulkan bahwa hipotesis satu yang menyatakan terdapat perbedaan yang signifikan antara profitabilitas perusahaan sebelum dan setelah penawaran saham perdana diterima.

Pengujian hipotesis kedua penelitian menunjukkan bahwa perubahan profitabilitas pasca IPO tidak dipengaruhi oleh kepemilikan. Koefisien determinasi sebesar 15% menunjukkan bahwa faktor kepemilikan hanya memiliki porsi kecil untuk mempengaruhi perubahan profitabilitas dan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti. Secara parsial kepemilikan institusional, kepemilikan publik dan kepemilikan manajerial juga tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan profitabilitas. Meski seluruh tipe kepemilikan tidak mempengaruhi perubahan profitabilitas secara signifikan, namun melalui penelitian ini dapat diketahui bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan publik mampu meningkatkan profitabilitas, sedangkan kepemilikan manajerial cenderung mengakibatkan penurunan profitabilitas perusahaan. Berdasarkan uraian hasil penelitian diatas maka dapat disimpulkan bahwa seluruh hipotesis terkait pengaruh kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas ( $H_2$ ,  $H_3$ ,  $H_4$  dan  $H_5$ ) ditolak.

### Keterbatasan dan Saran

Keterbatasan penelitian ini adalah tidak adanya penyesuaian profitabilitas berdasarkan industri. Seharusnya penyesuaian profitabilitas berdasarkan industri harus dilakukan karena profitabilitas perusahaan antar industri dapat berbeda secara signifikan. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Schmalensee (1985) yang menyatakan bahwa nilai akuntansi pada suatu entitas bisnis dipengaruhi secara kuat oleh industri. Keterbatasan lain yang ada pada penelitian ini adalah penggunaan variabel *dummy* pada variabel kepemilikan manajerial. Hal tersebut dapat mengakibatkan pengukuran pengaruh variabel kepemilikan manajerial terhadap variabel dependen tidak akurat.

Hal lain yang juga menjadi keterbatasan penelitian ini adalah tidak adanya pengujian pengaruh kepemilikan negara (*state ownership*) dan konsentrasi kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas sebagaimana yang terdapat pada penelitian Wang (2005) sehingga pengaruh kepemilikan terhadap perubahan profitabilitas tidak seluruhnya diteliti. Keterbatasan penelitian tersebut disebabkan jumlah BUMN pada perusahaan sampel sangat sedikit dan tidak dapat mencerminkan kondisi perusahaan publik pasca privatisasi. Konsentrasi kepemilikan juga tidak dapat diteliti karena pada perusahaan sampel konsentrasi kepemilikan hanya terdapat pada dua hingga tiga pemegang saham, sedangkan proksi yang digunakan untuk mengukur konsentrasi kepemilikan, sesuai dengan penelitian Wang (2005), adalah 10 pemegang saham terbesar.

Berdasarkan keterbatasan yang ada pada penelitian ini, penelitian selanjutnya disarankan dapat melakukan penyesuaian profitabilitas berdasarkan jenis industri sebelum melakukan uji komparatif. Penambahan data dan sampel pada penelitian selanjutnya dapat dilakukan agar diperoleh kualitas penelitian yang lebih baik. Tambahan data yang diperlukan pada penelitian selanjutnya adalah persentase kepemilikan manajerial, sedangkan penambahan sampel ditujukan agar variabel kepemilikan negara dan konsentrasi kepemilikan dapat diteliti.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ahmadu, S., Ahmadu, M. dan Tukur, G. 2005. Corporate Governance Mechanisms and Firm Financial Performance in Nigeria. *African Economic Research Consortium*, Vol. 5, Hal. 1-36.
- Ali, I. 2002. Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi. *Lintasan Ekonomi*, Vol. 14, Hal. 27-41 .
- Boubakri, N., Cosset, J.-C. dan Guedhami, O. 2004. Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm-Level Evidence from Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 12, No. 1, Hal. 65-90.
- Bursa Efek Indonesia. 2010. *Informasi Bagi Investor - Saham*. Diakses pada Oktober 28, 2014, dari PT Bursa Efek Indonesia: <http://www.idx.co.id/>
- Cai, J. dan Wei, K. J. 1997. The Investment And Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5, Hal. 389-417.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol. 18, No. 4, Hal. 36-46.
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R., Jahera, J. S., & Raymond, J. E. (1999). Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8, No. 2, Hal. 177-197.
- Darmawati, D., Khomsiyah dan Rahayu, R. G. 2005. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *The Indonesian Journal of Accounting Research*, Vol. 8, No. 1, Hal. 50-62.
- Deegan, C. 2004. Environmental Disclosure and Share Price-A Discussion about Efforts to Study This Relationship. *Accounting Forum*, Vol. 28, Hal. 122-136.
- D'Souza, J. dan Megginson, W. 2007. The Effects of Changes In Corporate Governance and Restructurings on Operating Performance: Evidence from Privatizations. *Global Finance Journal*, Vol. 18, No. 2, Hal. 157-184.
- Eisenhardt, K. M. 1989. Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management: The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 4, 532-550.
- Fan, J. P. dan Wong, T. J. 2002. Corporate Ownership Structure and The Informative of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 3, Hal. 401-425.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harper, J. T. 2002. The Performance Of Privatized Firms in The Czech Republic. *Journal of Banking dan Finance*, Vol. 26, Hal. 621-649.

- Huang, G. dan Song, F. M. 2005. The Financial and Operating Performance Of China's Newly Listed H-Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, Hal. 53-80.
- Indriani, Y. 2010. Pengaruh Kualitas Auditor, Corporate Governance, Leverage dan Kinerja Keuangan Terhadap Manajemen Laba. *Skripsi*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Jain, B. A. dan Kini, O. 1994. The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, Hal. 1699-1726.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, Hal. 831-880.
- Jensen, M. C. dan Meckling, W. H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, Hal. 305-360.
- Kao, J. L., Wu, D. dan Yang, Z. 2009. Regulations, earnings management, and post-IPO performance: The Chinese Evidence. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, Hal. 63-76.
- Kaplan, R. S. dan Norton, D. P. 2000. Having Trouble with Your Strategy? Then Map It. *Harvard Business Review*, Vol. 17, Hal. 167-176.
- Kim, K., Kitsabunnarat, P. dan Nofsinger, J. R. 2004. Ownership and Operating Performance in An Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, Hal. 355-381.
- Kinyua, J., Nyanumba, P. M., Gathaiya, R. N. dan Kithitu, J. W. 2013. Effects of Initial Public Offer on Performance of Companies Quoted at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Management and Business Studies*, Vol. 3, No. 1, Hal. 81-84.
- Kutsuna, K., Okamura, H. dan Cowling, M. 2002. Ownership Structure Pre- and Post-Ipos and the Operating Performance of JASDAQ Companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, Hal. 163-181.
- LaPorta, R., Lopez-De-Silanes, F. dan Shleifer, A. 1999. Corporate Ownership Around The World. *Journal of Finance*, Vol. 54, Hal. 471-517.
- Mann, B. 2006. *The Largest IPO in History*. Diakses pada Oktober 11, 2014, dari The Motley Fool - To Educate, Amuse and Enrich: <http://www.fool.com/>
- Mathur, I. dan Banchuenvijit, W. 2007. The Effects of Privatization on The Performance of Newly Privatized Firms In Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, Vol. 8, Hal. 134-146.
- Meggison, W. L. dan Netter, J. M. 2001. From state to market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, Hal. 321-389.
- Mello, A. S. dan Parsons, J. E. 1998. Going Public and the Ownership Structure of The Firm. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, 79-109.
- Mikkelson, W. H., Partch, M. M. dan Shah, K. 1997. Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public. *Financial Economics*, Vol. 44, Hal. 281-307.
- Naceur, S., Ghazouani, S. dan Omran, M. 2007. The Performanance of Newly Privatized in Selected MENA Countries: the Role of Ownerships Structure, Governance and Liberalized Policies. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 4, Hal. 332-353.
- Ritter, J. R. 1998. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, Hal. 5-30.
- Schmalensee, R. 1985. Do market Differ Much? *American Economic Review*, Vol. 75, Hal. 341-351.
- Sekaran, U. 2006. *Research Methods For Bussiness*. Jakarta: Salemba Empat.

- Suad, H. 2001. Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multi Nasional. *Jurnal Riset Akuntansi*, Vol. 1, Hal. 16-29.
- Sugiarto, M. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, Vol. 3, Hal. 1-25.
- Sun, Q., & Tong, W. H. (2003). China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success. *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Hal. 183-222.
- Terzaghi, M. T. 2012. Pengaruh Earning Management dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Informasi Akuntansi*, Vol. 2, Hal. 31-47.
- Wang, C. 2005. Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, Hal. 1835-1856.
- Williamson, S. 1979. *The Moral Hazard Theory*. Cambridge: Alfred P. Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology.
- Winarno, W. W. 2011. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.