

**FUNDAMENTAL PERUSAHAAN DAN KINERJA OPERASI
PERUSAHAAN YANG MELAKUKAN
PENAWARAN UMUM PERDANA**

C. Bintang Hari Y

Staf Pengajar Unika Widya Mandala Surabaya

ABSTRACT

There are differences of company's motivation in order to issue their securities in capital market. They have to inform publicly their corporate announcement, including financial report as a way of public surveillance. Company with good fundamental position will get good quality in initial public offering (IPO), as well. Moreover, the quality of IPO will influence operation performance of company which issues securities.

This paper will briefly stress the performance of companies which issue initial offering with several measurements. The result shows that companies which offer initial securities publicly decreasingly in operation performance. This research gives consistent result in different measurement that the decreasing condition exists during three years after IPO. To sum up, the funding raise from IPO is mostly used to increase the production capacity by additional assets or asset modernization in aims to improve the competitiveness and to pay their liability, respectively.

Key words: company fundamentals, initial public offering, operating performance

1. PENDAHULUAN

Penawaran umum perdana terjadi ketika suatu sekuritas terjual ke masyarakat umum untuk pertama kalinya dengan harapan bahwa nilai pasar perusahaan akan berkembang. Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana pada umumnya adalah perusahaan yang baru bertumbuh. Perusahaan akan memperoleh banyak pemasukan dana melalui penawaran umum perdana. Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana memiliki kesempatan untuk meningkatkan kinerja operasi perusahaan.

Jain dan Kini (1994) memberikan bukti kinerja operasi jangka panjang perusahaan IPO (*initial public offering*) menunjukkan bahwa perusahaan mengalami penurunan kinerja lima tahun pertama setelah penawaran umum perdana. Sampel yang digunakan sebanyak 82 perusahaan US yang melakukan IPO (1976-1988) dan melaporkan penurunan yang signifikan kinerja operasi dari satu tahun sebelum IPO ke lima tahun setelah IPO.

Cai dan Wei (1997) menguji kinerja operasi 180 perusahaan IPO kurun waktu 1971-1992 dan menemukan bahwa perusahaan Jepang yang melakukan IPO menunjukkan

penurunan kinerja operasi setelah IPO. Selain itu, mereka juga menemukan penurunan kepemilikan direksi pada periode setelah IPO dan tidak menemukan hubungan antara tingkat dan perubahan kepemilikan *insider* dan kinerja operasi jangka panjang.

Kutsuna *et al.* (2002) menguji perusahaan Jepang yang melakukan IPO pada kurun waktu 1995-1996 dan menemukan bahwa perusahaan menunjukkan penurunan secara signifikan pada penjualan, laba dan pertumbuhan laba bersih untuk kinerja operasi setelah IPO dan secara positif mempengaruhi tingkat pertumbuhan penjualan bersih dan laba. Kim *et al.* (2004) menguji perusahaan yang listing di bursa saham Thailand dan melaporkan kinerja operasi perusahaan yang melakukan IPO menurun setelah melakukan penawaran umum perdana serta mengalami penurunan kinerja yang lebih besar dibandingkan perusahaan di Amerika. Kurshed *et al.* (2003) menguji perusahaan di Inggris yang melakukan IPO dan menemukan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mengalami penurunan kinerja operasi setelah IPO di tiga tahun pertama. Selain itu, mereka menemukan pertumbuhan yang kuat pada aset, laba, dan arus kas bersih pada periode yang sama. Tujuan penelitian ini akan menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana.

Perumusan masalah penelitian ini adalah untuk menguji apakah kinerja operasi perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana mengalami perbedaan sebelum dan sesudah melakukan penawaran umum perdana.

2. KERANGKA TEORITIS

Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana memperoleh dana yang akan digunakan untuk tujuan yang berbeda. Dana tersebut dapat digunakan untuk pembayaran utang perusahaan, membayar dividen kepada investor sebelum penawaran umum perdana atau dana yang diperoleh dapat juga digunakan untuk ekspansi perusahaan misal dengan melakukan akuisisi, pembiayaan iklan, pembentukan modal, penelitian dan pengembangan atau untuk yang lainnya. Perusahaan seharusnya dapat mengungkapkan tujuan penggunaan dana tersebut di dalam prospektus agar dapat dibaca oleh calon investor dan dapat meminimalkan terjadinya asimetri informasi.

Perusahaan yang memiliki kualitas penawaran umum perdana yang baik akan memiliki fundamental perusahaan yang baik pula. Faktor-faktor fundamental perusahaan adalah ekonomi, keuangan dan manajemen perusahaan. Li *et al.* (2006) memberikan beberapa proksi faktor-faktor fundamental perusahaan seperti: ukuran perusahaan, kemampuan, arus kas operasi, kewajiban dan return saham.

Penelitian sebelumnya menunjukkan adanya penurunan kinerja operasi perusahaan setelah melakukan penawaran umum perdana dengan menggunakan pengukuran yang berbeda-beda. Mikkelson *et al.* (1997) menguji hubungan anatara evolusi struktur kepemilikan dan kinerja operasi jangka panjang perusahaan US yang melakukan IPO

pada kurun waktu 1980-1983 dan menemukan tingkat yang tinggi kinerja operasi perusahaan satu tahun sebelum IPO. Mereka juga menemukan bahwa kinerja operasi menurun lima tahun pertama setelah IPO dan tidak menemukan hubungan antara perubahan struktur kepemilikan pada saat IPO dengan kinerja operasi jangka panjang perusahaan.

Jain dan Kini (1994) menemukan terdapat hubungan positif antara kinerja operasi perusahaan setelah IPO dan penghentian saham oleh pemilik tetapi tidak ada hubungan antara kinerja operasi setelah IPO dan tingkat *underpricing* awal. Kinerja operasi tersebut diukur dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA) dan arus kas operasi yang dibagi dengan aset.

Coakley *et al.* (2004) menguji kinerja operasi setelah IPO sebanyak 304 perusahaan pada perusahaan di Inggris kurun waktu 1985-2000. IPO menunjukkan secara signifikan lima tahun kinerja operasi mengalami penurunan. Kooli dan Suret (2004) menguji kinerja operasi perusahaan di Kanada yang melakukan IPO dari tahun 1991-1998. Hasil penelitian menunjukkan kinerja jangka panjang yang buruk.

Penelitian-penelitian sebelumnya sebagian besar menunjukkan bahwa perusahaan melakukan manajemen laba ketika melakukan penawaran umum perdana. Perusahaan yang memiliki kualitas penawaran umum perdana yang baik akan cenderung melakukan sedikit manajemen laba tetapi sebaliknya jika kualitas penawaran umum perdana buruk perusahaan cenderung melakukan manajemen laba yang besar. Manajemen laba tidak dapat dilakukan dalam kurun waktu yang lama. Jika perusahaan tidak dapat mengelola laba dengan konsekuensinya adalah penurunan kinerja perusahaan.

Demers dan Joos (2005) mengestimasi kegagalan IPO dengan menggunakan informasi perusahaan yang tersedia pada tanggal IPO. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antar probabilitas kegagalan IPO dengan abnormal return realisasi satu tahun dan dua tahun setelah IPO.

Teoh *et al.* (1998) melaporkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dapat melaporkan laba melebihi arus kas melalui akrual positif. Penelitian tersebut memberikan bukti bahwa perusahaan dengan akrual tinggi yang tidak biasa dalam tahun IPO mengalami kinerja teturn saham yang buruk dalam tiga tahun setelah IPO.

DuCharme *et al.* (2001) menyatakan bahwa manajemen telah memanipulasi *earnings* secara oportunistik melalui akrual sebelum perusahaan melakukan IPO. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa akrual abnormal selama tahun penawaran perdana berpengaruh negatif signifikan terhadap return saham dan akrual abnormal berpengaruh negatif pula terhadap kinerja selanjutnya. Kim *et al.* (2004) tidak menemukan bukti adanya hubungan linear antara kepemilikan manajerial dan kinerja operasi jangka panjang perusahaan Thailand yang melakukan IPO.

Kurshed *et al.* (2003) menguji kinerja operasi perusahaan yang melakukan IPO dengan menggunakan tiga angka absolut yaitu total aset, EBITDA (*earnings before interest, tax and depreciation*) dan arus kas bersih dari aktivitas operasi dan angka relatif yaitu *assets turnover* dan EBITDA per total aset. Penelitian tersebut menginvestigasi perubahan kinerja operasi perusahaan dengan hanya melihat variabel-variabel yang bukan menjadi subyek manipulasi akuntansi. Hasil penelitian Kurshed *et al.* (2003) menunjukkan dari empat periode penelitian dari sebelum IPO hingga tiga tahun setelah IPO menunjukkan kinerja perusahaan di Inggris yang melakukan IPO menunjukkan penurunan yang signifikan dibandingkan dengan tahun sebelum IPO. Perusahaan menunjukkan pertumbuhan yang signifikan dalam aset, laba dan arus kas bersih dalam tiga tahun pertama setelah *listing*.

Penelitian mereplikasi penelitian Kurshed *et al.* (2003) dengan menggunakan periode pengamatan satu tahun sebelum IPO dan tiga tahun setelah IPO. Penelitian ini mengukur kinerja operasi perusahaan dengan melihat fundamental perusahaan karena fundamental perusahaan yang baik menunjukkan penawaran umum perdana yang baik pula. Penelitian ini juga melihat dari sisi akrual perusahaan.

Dari pemaparan penelitian-penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: Terdapat perbedaan kinerja operasi perusahaan sebelum dan setelah melakukan penawaran umum perdana.

3. METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana pada tahun 1994-2002. Sampel dalam penelitian adalah perusahaan yang memiliki kriteria tertentu. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang melakukan penawaran umum perdana pada tahun 1994-2002.
2. Periode pengamatan penelitian adalah satu tahun sebelum IPO hingga tiga tahun setelah IPO.
3. Untuk mengukur kinerja operasi perusahaan dengan menggunakan fundamental perusahaan, maka penelitian ini menggunakan laporan keuangan dari tahun 1993-2005.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengukur kinerja operasi perusahaan adalah total aktiva, EBIT (*earnings before interest and tax*) dan arus kas operasi. Penelitian mereplikasi penelitian Kurshed *et al.* (2003) mengukur kinerja operasi:

1. satu tahun sebelum penawaran umum perdana ke tiga tahun setelah IPO.
2. dengan membandingkan kinerja operasi perusahaan antar tahun dari satu tahun ke tiga tahun setelah penawaran umum perdana.
3. dengan membandingkan pertumbuhan dari tahun pertama sebelum penawaran umum kinerja operasi perusahaan.

Kinerja operasi dalam penelitian akan akan diuji dengan menggunakan uji beda Wilcoxon.

4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah 59 perusahaan yang melakukan penawaran dari tahun 1994-2002 dan yang memiliki data yang lengkap. Jumlah observasi pada perusahaan manufaktur 1993-2005 adalah sebanyak 295 observasi.

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berusaha menjelaskan atau menggambarkan masing-masing variabel yang terkait dengan penelitian. Statistik deskriptif dijelaskan pada tabel sebagai berikut:

Tabel 1
Statistik Deskriptif

<i>Tahun sebelum Penawaran Umum Perdana</i>	MEAN	MEDIAN	S.D	JUMLAH
Total Aktiva (jutaan Rp)	345.265	140.486	688.422	59
Total Hutang (jutaan Rp)	218.014	104.365	429.368	59
Penjualan bersih (jutaan Rp)	290.792	132.289	468.512	59
EBIT (jutaan Rp)	29.514	11.461	66.287	59
Arus Kas dari Aktivitas Operasi (AKAO) (jutaan Rp)	20.079	5.209	94.855	59
Assets Turnover		0,84	5,29	59
Debt Ratio (%)		0,62	8,73	59
EBIT/Total Aktiva (%)		0,07	0,40	59
AKAO/Total Aset (%)		0,04	0,32	59

Sumber: data diolah

4.3 Pengujian Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini akan diuji dengan menggunakan uji beda Wilcoxon untuk kriteria kinerja operasi satu tahun sebelum penawaran umum perdana ke tiga tahun setelah IPO; kinerja operasi perusahaan antar tahun dari satu tahun ke tiga tahun setelah penawaran umum perdana dan pertumbuhan kinerja operasi antar tahun.

Penelitian ini menggunakan median untuk mengukur kinerja operasi dari tahun sebelum penawaran umum perdana (-1) ke tiga tahun setelah penawaran umum perdana. Untuk masing-masing tahun dari tahun penawaran umum perdana, dengan menguji kenaikan median untuk masing-masing ukuran kinerja operasi, baik dari tahun sebelum penawaran

umum perdana (-1) ke masing-masing tahun-tahun berikutnya. Penelitian juga menghitung perubahan kinerja operasi dari tahun sebelum penawaran umum perdana ke tahun penawaran umum perdana dan masing-masing dari tiga tahun setelah penawaran umum perdana. Penelitian ini menggunakan median sebagai ukuran utama karena mengukur kinerja operasi kemungkinan menimbulkan terjadinya asimetri (*skewed*) dan rata-rata (mean) sensitif terhadap *outliers* (Kurshed; 2003).

Tabel 2
Total Aktiva

Relatif tahun untuk penawaran umum perdana	-1	0	1	2	3
Median	140.486	238.01	258.854	366.604	386.959
Standar Deviasi	6	0	1.275.56	1.083.37	1.646.88
Jumlah Observasi	82.56	853.75	9	5	5
Level signifikan (relatif untuk tahun -1)	6	2	59	59	59
Level signifikan (relatif untuk tahun sebelumnya)	59	59	*	*	*
		*	*	*	*
		*			
Median tingkat pertumbuhan untuk tahun -1 (%)		0,57	0,94	1,28	2,00
Level signifikan			*	*	*

* signifikan pada level 1%

Sumber: data diolah

Tabel 2 menggambarkan total aktiva yang menunjukkan peningkatan terus menerus dari tahun sebelum penawaran umum perdana (median Rp140.486 juta) hingga tahun ke tiga (median Rp386.959 juta). Nilai median total aktiva masing-masing tahun secara statistik menunjukkan peningkatan dibandingkan tahun-tahun sebelumnya dan tingkat pertumbuhan total aktiva dari tahun pertama sebelum penawaran umum perdana menunjukkan peningkatan positif.

Tabel 3
EBIT

Relatif tahun untuk penawaran umum perdana	-1	0	1	2	3
Median	11.461	17.395	16.441	13.893	-3.916
Standar Deviasi	66.287	97.943	180.79	242.663	270.37
Jumlah Observasi	59	59	6	59	8
Level signifikan (relatif untuk tahun -1)		**	59		59

Level signifikan (relatif untuk tahun sebelumnya)		**	***		**
Median tingkat pertumbuhan untuk tahun -1 (%)		0,65	0,61	0,64	-1,33
Level signifikan					**

* signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

*** signifikan pada level 10%

Sumber: data diolah

Tabel 3 menggambarkan EBIT yang menunjukkan penurunan terus menerus dari tahun sebelum penawaran umum perdana (median Rp11.461 juta) hingga tahun ke tiga (median Rp-3.916 juta). Nilai median EBIT masing-masing tahun secara statistik menunjukkan penurunan signifikan pada tahun ketiga dan tingkat perubahan EBIT yang menunjukkan penurunan setelah penawaran umum perdana menunjukkan hasil signifikan pada tahun ke tiga.

Tabel 4
Arus Kas Operasi

Relatif tahun untuk penawaran umum perdana	-1	0	1	2	3
Median	5.209	2.673	13.532	12.992	16.792
Standar Deviasi	94.855	104.403	179.140	156.820	215.955
Jumlah Observasi	59	59	59	59	59
Level signifikan (relatif untuk tahun -1)			**	*	*
Level signifikan (relatif untuk tahun sebelumnya)			*		
Median tingkat pertumbuhan untuk tahun -1 (%)		-0,98	-1,16	0,13	-0,01
Level signifikan				*	***

* signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

*** signifikan pada level 10%

Sumber: data diolah

Tabel 4 menggambarkan arus kas operasi yang menunjukkan peningkatan yang terus menerus dari tahun sebelum penawaran umum perdana (median Rp5.209 juta) hingga tahun ke tiga (median Rp16.792 juta). Nilai median arus kas operasi masing-masing tahun secara statistik menunjukkan peningkatan signifikan pada tahun pertama dan

tingkat perubahan arus kas operasi menunjukkan perubahan yang signifikan setelah penawaran umum perdana pada tahun kedua dan ketiga.

Dari ketiga variabel di atas, rata-rata menunjukkan pertumbuhan hanya pada total aktiva dan arus kas operasi di tiga tahun pertama setelah penawaran umum perdana sedangkan untuk laba menunjukkan penurunan di tiga tahun pertama setelah penawaran umum perdana. Berbeda dengan hasil temuan Kurshed *et al.* (2003), menemukan bahwa rata-rata pertumbuhan terjadi pada total aktiva, laba dan arus kas di tiga tahun pertama setelah IPO.

Tabel 5
Assets Turnover

Relatif tahun untuk penawaran umum perdana	-1	0	1	2	3
Median	0,84	0,73	0,79	0,71	0,67
Standar Deviasi	5,29	1,82	23,69	2,80	10,65
Jumlah Observasi	59	59	59	59	59
Level signifikan (relatif untuk tahun -1)		**	***		
Level signifikan (relatif untuk tahun sebelumnya)		**			
Median tingkat pertumbuhan untuk tahun -1 (%)		-0,17	-0,11	-0,20	-0,26
Level signifikan					

** signifikan pada level 5%

*** signifikan pada level 10%

Sumber: data diolah

Tabel 5 menggambarkan *assets turnover* yang menunjukkan penurunan dari tahun sebelum penawaran umum perdana (median 0,84) hingga tahun ke tiga setelah penawaran umum perdana (median 0,67). Secara statistik penurunan signifikan hanya terjadi pada satu tahun sebelum penawaran umum perdana dan perubahan asset turnover tidak menunjukkan perubahan yang signifikan.

Tabel 6
EBIT/Total Aktiva

Relatif tahun untuk penawaran umum perdana	-1	0	1	2	3
Median	0,07	0,07	0,07	0,04	-0,01
Standar Deviasi	0,40	0,14	4,23	5,47	0,95
Jumlah Observasi	59	59	59	59	59

Level signifikan (relatif untuk tahun -1)				**	*
Level signifikan (relatif untuk tahun sebelumnya)				**	*
Median tingkat pertumbuhan untuk tahun -1 (%)		-0,07	-0,06	-0,41	-1,10
Level signifikan				***	*

* signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

*** signifikan pada level 10%

Sumber: data diolah

Tabel 6 menggambarkan EBIT/Total Aktiva yang menunjukkan penurunan dari tahun sebelum penawaran umum perdana (median 0,07) hingga tahun ke tiga (median -0,01). Secara statistik penurunan signifikan hanya terjadi pada dua dan tiga tahun setelah penawaran umum perdana dan perubahan EBIT/total aktiva menunjukkan perubahan yang signifikan juga di dua dan tiga tahun setelah penawaran umum perdana.

Tabel 7
Arus Kas Operasi/Total Aktiva

Relatif tahun untuk penawaran umum perdana	-1	0	1	2	3
Median	0,04	0,01	0,06	0,04	0,04
Standar Deviasi	0,32	0,17	3,45	0,46	1,15
Jumlah Observasi	59	59	59	59	59
Level signifikan (relatif untuk tahun -1)			***		
Level signifikan (relatif untuk tahun sebelumnya)			*		
Median tingkat pertumbuhan untuk tahun -1 (%)		-0,99	-1,05	-0,44	-0,64
Level signifikan				*	**

* signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

*** signifikan pada level 10%

Sumber: data diolah

Tabel 7 menggambarkan arus kas operasi/total aktiva yang menunjukkan tidak terjadinya perubahan dari tahun sebelum penawaran umum perdana hingga tahun setelah penawaran umum perdana. Perubahan arus kas operasi/total aktiva menunjukkan penurunan yang signifikan di dua dan tiga tahun setelah penawaran umum perdana.

Tabel 8
Debt Ratio

Relatif tahun untuk penawaran umum perdana	-1	0	1	2	3
Median	0,62	0,43	0,59	0,59	0,71
Standar Deviasi	8,73	0,71	11,55	22,02	11,37
Jumlah Observasi	59	59	59	59	59
Level signifikan (relatif untuk tahun -1)					**
Level signifikan (relatif untuk tahun sebelumnya)		*	*		*
Median tingkat pertumbuhan untuk tahun -1 (%)		-0,20	0,00	-0,04	0,09
Level signifikan			*	*	*

* signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

Sumber: data diolah

Tabel 8 menggambarkan *debt ratio* yang menunjukkan penurunan dari tahun sebelum penawaran umum perdana (median 0,62) hingga tahun kedua setelah penawaran umum perdana (median 0,59). Secara statistik penurunan signifikan hanya terjadi pada tahun pertama setelah penawaran umum perdana dan perubahan *debt ratio* menunjukkan penurunan yang signifikan di tahun pertama dan dua tahun setelah penawaran umum perdana.

4.4. SIMPULAN

Perusahaan yang melakukan penawaran umum perdana menunjukkan penurunan kinerja operasi. Dengan menggunakan beberapa ukuran, kinerja operasi menunjukkan adanya penurunan dari tahun sebelum penawaran umum perdana hingga tahun ketiga setelah penawaran umum perdana. Hasil pengujian untuk angka-angka absolut menunjukkan total aktiva dan arus kas bersih menunjukkan peningkatan sedangkan untuk ukuran dengan menggunakan angka-angka relatif menunjukkan rata-rata mengalami penurunan kinerja operasi.

Penurunan *assets turnover* menunjukkan terjadinya peningkatan yang lebih besar pada total aktiva dibandingkan dengan penjualannya, hasil ini sama dengan temuan (Kurshed, 2003). EBIT/total aktiva menunjukkan penurunan yang signifikan di tahun ketiga setelah penawaran umum perdana. Hal ini menunjukkan bahwa total aktiva belum secara efektif digunakan untuk menghasilkan peningkatan laba perusahaan. Arus kas operasi/total aktiva menunjukkan tidak terjadinya perubahan yang signifikan. Total aktiva juga belum digunakan secara efektif untuk meningkatkan arus kas yang dihasilkan dari kegiatan operasi.

Debt ratio menunjukkan penurunan di tahun-tahun setelah penawaran umum perdana dilihat dari tahun sebelum penawaran umum perdana. Penelitian ini juga menguji *debt ratio* karena ada indikasi perusahaan melakukan penawaran umum perdana untuk mendapatkan dana yang besar dengan tujuan untuk melunasi hutang perusahaan sehingga biaya bunga yang ditanggung perusahaan akan berkurang.

Perusahaan melakukan penawaran umum perdana (*go public*) karena beberapa alasan yaitu (Samsul, 2006, pp.71): a)meningkatkan kapasitas produksi dengan menambah mesin baru sebagai perluasan, b)inovasi produk baru dalam upaya diversifikasi, c)membayar utang untuk memperbaiki struktur modal dan d) memperluas jaringan perusahaan.

Dari hasil pengujian di atas, dapat disimpulkan bahwa dana yang diperoleh melalui penawaran umum sebagian besar digunakan perusahaan untuk meningkatkan kapasitas produksi dengan melakukan penambahan aset perusahaan atau melakukan modernisasi aset perusahaan sehingga dapat meningkatkan daya saing perusahaan. Selain itu, dana yang diperoleh dari penawaran umum perdana digunakan oleh perusahaan untuk pelunasan hutang.

5. KETERBATASAN

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan:

1. mengukur kinerja operasi perusahaan hanya menggunakan fundamental perusahaan.
2. penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur sebagai sampel.

6. SARAN

Penelitian berikutnya dapat dilakukan dengan mempertimbangkan:

1. memperluas obyek penelitian. Obyek penelitian tidak hanya di industri manufaktur.
2. menggunakan ukuran pasar untuk menguji kinerja operasi perusahaan.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Cai, J. And C.J. Wei (1997). The investment and operating performance of Japanese initial public offering. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, pp.389-417.
- Coakley, J., L. Hadass and A. Wood (2004). Post-IPO Operating Performance Venture Capitalist and Market Timing. *Working Paper*. University of Essex.
- Deemers, E.A and P. Joos (2005). IPO Failure Risk. <http://ssrn.com/abstract=656542>
- DuCharme, L.L, Malatesta, P.H & Stephan E. Sefcik, 2001. Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16, pp. 369-396.
- Jain, B.A and O. Kini (1994). The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance*, 49, pp.1699-1726.
- Kim, K.A., P. Kitsabunnarat and J.R. Nofsinger (2004). Ownership and Operating Performance in An Emerging Market: Evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10, pp.355-381.
- Kooli, M and J.M. Suret (2004). The aftermarket performance of initial public offering in Canada. *Journal of Multinational Financial Management*, 14, pp.47-66.
- Kurshed, A., S. Paleari and S. Vismara (2003). The Operating Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience. *Working Paper*, University of Manchester.
- Kutsuna, K., H. Okamura and M. Cowling (2002). Ownership structure pre- and post-IPOS and the operating performance of JASDAQ companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10, pp.163-181.
- Li, J., I. Zhang and J. Shou (2006). Earnings Management and Delisting Risk of IPO firms. *Working Paper*, Binghamton and Syracuse University.
- Mikkelson, W.H., M.M. Partch and K. Shah (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics*, 44, pp.281-307.
- Samsul, M (2006). *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Penerbit Erlangga.
- Teoh, S.H., I. Welch and T. J. Wong (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offering. *Journal of Finance*, 53, pp.1935-1974.