

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI *INITIAL RETURN* PADA PENAWARAN SAHAM PERDANA

I Gd Nandra Hary Wiguna¹
Ketut Yadnyana²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: harywiguna@gmail.com

ABSTRAK

Initial return adalah keuntungan yang diterima oleh investor di pasar sekunder karena terjadinya *underpricing* pada saham perusahaan yang melakukan IPO. Penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi *initial return*. Penelitian dilakukan pada perusahaan IPO tahun 2009-2013 di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian sebanyak 78 perusahaan dilakukan dengan teknik *purposive sampling*. Pengujian hipotesis dianalisis dengan regresi berganda. Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan reputasi auditor berpengaruh negatif signifikan pada *initial return*. Sedangkan *financial leverage* berpengaruh positif signifikan pada *initial return*. ROA, EPS, AGE, reputasi *underwriter* dan sektor industri tidak berpengaruh pada *initial return*. Berdasarkan hasil penelitian ini maka dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi *initial return* adalah ukuran perusahaan, *financial leverage*, dan reputasi auditor.

Kata kunci: IPO, *Underpricing*, *Initial Return*

ABSTRACT

Initial return been gains received by investors in the secondary market because the occurrence of underpricing on the stocks of companies that have an IPO. The aim of this research is to find an initial return of influence. The research was done in Indonesia Stock Exchange (BEI) in corporations that made IPOs in 2009-2013 periods. The study sample as many as 78 company performed with sampling purposive technique. Multiple regression was used to analyze. The result of multiple regression analysis showed that corporation size and auditor reputation significantly have a negative effect on initial return. While financial leverage significantly has a positive effect on initial return. ROA, EPS, corporation life time, underwriter reputation and industrial sector do not have an effect on initial return. In the light of the result it can be concluded that the determinants of initial return are corporation size, financial leverage, and auditor reputation.

Keywords: IPO, Underpricing, Initial Return

PENDAHULUAN

Penawaran saham perdana adalah aktivitas penawaran saham yang dilakukan oleh emiten kepada publik (*initial public offering*). Penawaran tersebut dilakukan yang mengacu pada Undang-Undang No. 8 Th 1995 mengenai pasar modal. Saham emiten akan ditawarkan terlebih dahulu di pasar perdana setelah tercatat di bursa kemudian saham tersebut akan dapat diperdagangkan di pasar sekunder (pasar modal). Fenomena yang sering terjadi setelah saham diperdagangkan di pasar sekunder adalah *underpricing* saham, dimana harga saham di bursa pada penutupan hari pertama lebih tinggi daripada harga saham saat ditawarkan saat IPO. Akibat terjadinya *underpricing* maka investor akan memperoleh *initial return*. Pihak emiten tidak menginginkan tingkat *underpricing* yang terlalu tinggi karena menunjukkan dana yang diperoleh perusahaan tidak maksimal (*Beatty, 1989*).

Initial return adalah keuntungan awal yang diperoleh dapat oleh investor. Keuntungan tersebut diperoleh karena adanya harga saham di pasar perdana saat perusahaan tersebut IPO lebih rendah dengan harga saham yang dijual di pasar sekunder. Emiten tidak menginginkan terjadinya *underpricing*, karena *underpricing* akan menunjukkan tidak maksimalnya perolehan dana emiten saat penawaran perdana (*Beatty, 1989*). Terdapat dua teori yang dikaitkan dengan fenomena *underpricing* ini, yaitu teori agensi dan teori sinyal. Kedua teori ini digunakan untuk menjelaskan mengapa *underpricing* ini terjadi di pasar modal.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hubungan keagenan muncul apabila *principal* membuat kontrak kerja dengan pihak lain (*agen*). Teori agensi

dapat digunakan sebagai dasar praktek dalam pengungkapan informasi keuangan maupun non keuangan. Pengungkapan informasi tersebut dilakukan oleh pihak manajemen kepada *principal*, pihak manajemen kepada pemegang saham, maupun pihak manajemen kepada para calon investor. Menurut Nasirwan (2012) teori agensi dapat digunakan untuk menjelaskan praktik bisnis pada perusahaan-perusahaan yang IPO maupun setelah IPO. Pihak-pihak yang terkait dengan perusahaan yang melakukan IPO adalah pemilik perusahaan, pemegang saham, dan calon investor sebagai prinsipal. Kemudian pihak manajemen perusahaan yang berperan sebagai agen. Sedangkan komisaris independen, komite audit, auditor independen, dan penjamin emisi efek, berperan sebagai pihak-pihak yang berada diantara *principal* dan agen yang bertugas melakukan kontrol agar tidak terjadi asimetri informasi.

Lorenzo dan Fabrizio (2001) mengungkapkan bahwa sebagian besar penelitian menyebabkan *underpricing* diakibatkan asimetri informasi antara emiten, *underwriter*, dan investor. Asimetri informasi dipicu adanya hubungan keagenan antara pihak-pihak tersebut. Teori agensi berasumsi bahwa individu melakukan tindakan untuk kepentingan sendiri yang akhirnya menimbulkan asimetri informasi. Penyebab terjadinya asimetri informasi karena manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak dari pada *principal* dan pemegang saham (*Jensen dan Meckling*, 1976).

Beatty (1989) menyebutkan terjadinya asimetri informasi antara perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana (emiten) dengan penjamin emisi efek yang disebut dengan *Baron Model*. Selain *Baron Model*, asimetri

informasi juga dapat terjadi kelompok *informed* investor dengan *uninformed* investor yang disebut dengan *Rock Model*. *Baron Model* berkembang pada tahun 1982, model ini memiliki asumsi bahwa penjamin emisi efek mempunyai lebih banyak informasi mengenai kondisi pasar dari pada emiten. Selain itu *Baron Model* juga berasumsi dari sudut pandang calon investor, model ini berasumsi bahwa *underwriter* mempunyai informasi lebih banyak mengenai kondisi perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana dibandingkan dengan calon investor tersebut. Apabila asimetri informasi yang terjadi semakin besar akan besar juga risiko yang akan dihadapi oleh investor di masa depan. Hal tersebut akan menyebabkan *initial return* dari harga saham juga akan semakin tinggi.

Rock Model berkembang pada tahun 1986, model ini berasumsi bahwa asimetri informasi terjadi antara pihak *informed* investor dan *uninformed* investor. *Informed* investor adalah kelompok yang mempunyai informasi tentang perusahaan yang akan melakukan penawaran perdana lebih banyak dan lengkap. Kelompok ini akan membeli saham-saham perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana apabila harga saham di pasar sekunder lebih tinggi dari harga saham dipasar perdana. Sedangkan *uninformed* investor adalah kelompok yang memiliki informasi sedikit mengenai perusahaan-perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana. Dengan sedikitnya informasi yang mereka miliki, maka kelompok ini akan cenderung melakukan penawaran terhadap saham dengan sembarangan. Kelompok ini akan melakukan penawaran terhadap saham-saham perusahaan yang melakukan penawaran perdana tanpa mempedulikan saham perusahaan mengalami *underpriced* ataupun *overpriced*.

Selain teori agensi, teori sinyal juga digunakan untuk menjelaskan *underpricing*. Wolk, et al. (2001:375) menyatakan teori sinyal digunakan untuk menjelaskan alasan perusahaan memberikan informasi tentang perusahaan di pasar modal. Jogiyanto (2000: 392) menyebutkan informasi yang dipublikasikan oleh emiten merupakan sinyal bagi investor untuk pengambilan keputusan investasi.

Welch dan Ritter (2002) juga mengungkapkan konsep teori sinyal dalam fenomena *underpricing*. *Underpricing* dinyatakan sebagai suatu mekanisme yang dilakukan oleh perusahaan untuk memberi sinyal kepada investor atas kualitas perusahaan. Maka dari itu dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki kualitas yang baik dengan sengaja melakukan *underpricing* saham sehingga perusahaan akan memperoleh keberhasilan penjualan saham saat IPO maupun pada penawaran saham selanjutnya.

Sementara itu, menurut Gumanti dan Alkaf (2011) *underpricing* saat penawaran saham perdana adalah sinyal yang diberikan emiten untuk calon investor atas kualitas perusahaanya. Emiten yang mempunyai kualitas yang baik sengaja melakukan *underpricing* saham agar memperoleh keberhasilan tiap melakukan penawaran saham baik saat IPO maupun dimasa selanjutnya. Selain itu implikasi lain yang juga diharapkan emiten dari diberikannya sinyal ini adalah mengurangi tingkat *underpricing* pada saat penawaran saham selanjutnya.

Penelitian dengan topik *underpricing* telah banyak dilakukan di dalam maupun luar negeri. Beatty (1989) menyatakan AGE, reputasi *underwriter* dan reputasi auditor memiliki pengaruh negatif pada *initial return*. Sedangkan Carter

dan Manaster (1990) menyebutkan AGE, *insiders shares*, reputasi *underwriter* dan jumlah penawaran saham memiliki pengaruh negatif pada *initial return*. Sementara itu penelitian yang dilakukan Mauer dan Senbet (1992) menunjukkan *offering size*, *company age*, *time of offering* memiliki negatif terhadap *initial return*. Sementara itu Kim et al. (1993) menyatakan *ownership retention* dan LEV memiliki pengaruh positif pada *initial return*. Sementara ROA, *proceed*, reputasi *underwriter* dan *investment* memberikan pengaruh negatif terhadap *initial return*.

Menurut Daljono (2000) *leverage* dan reputasi *underwriter* berpengaruh positif pada *initial return*. Sandhiaji (2004) menyatakan ROA, AGE, SIZE, dan reputasi *underwriter* memberikan pengaruh negatif terhadap *initial return*. Penelitian Yolana dan Martani (2005) hasil penelitiannya menyatakan kurs dan ROE memiliki pengaruh positif terhadap *initial return*. Sementara SIZE dan jenis industri memberikan pengaruh negatif terhadap *initial return*. Handayani (2008) menyatakan bahwa ukuran perusahaan dan prosentase saham yang ditawarkan berpengaruh positif terhadap *initial return*, sedangkan *Earning per Share* dinyatakan mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap *initial return*. Kemudian penelitian Gerianta (2008) mengemukakan bahwa reputasi penjamin emisi efek dan ROA memberikan pengaruh negatif pada *initial return*. Hapsari dan Mahfud (2012) menyebutkan reputasi *underwriter*, reputasi auditor, ROE, dan SIZE berpengaruh negatif pada *initial return*. Sedangkan Widiyanti dan Kusuma (2013) menyatakan EPS dan LEV memiliki pengaruh negatif pada *initial return*.

Penelitian ini perlu dilakukan karena fenomena *underpricing* di pasar modal masih terjadi sampai sekarang. Selain itu juga untuk mendapatkan bukti

empiris faktor-faktor apa saja yang memengaruhi *initial return* agar dapat mengkonfirmasi hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten. Penelitian ini akan menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi *initial return* pada penawaran saham perdana di BEI. Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai faktor-faktor yang memengaruhi *initial return* saat IPO. Berdasarkan pemaparan sebelumnya maka hipotesis penelitian yang dapat diajukan yaitu:

H₁ : ukuran perusahaan berpengaruh negatif pada *initial return* saat IPO

H₂ : ROA berpengaruh negatif pada *initial return* saat IPO

H₃ : *financial leverage* berpengaruh positif pada *initial return* saat IPO

H₄ : EPS berpengaruh negatif pada *initial return* saat IPO

H₅ : umur perusahaan berpengaruh negatif pada *initial return* saat IPO

H₆ : reputasi auditor berpengaruh negatif pada *initial return* saat IPO

H₇ : reputasi *underwriter* berpengaruh negatif pada *initial return* saat IPO

H₈ : sektor industri berpengaruh pada *initial return* saat IPO

METODE PENELITIAN

Lokasi dan Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian dilakukan di BEI melalui situs resmi www.idx.co.id. Data juga diperoleh dari situs yahoofinance.com dan duniainvestasi.com. Objek penelitian ini yaitu seluruh perusahaan-perusahaan IPO di BEI periode 2009-2013.

Jenis Data

Jenis data pada penelitian ini adalah data kuantitatif dan kualitatif. Data kuantitatif berupa laporan keuangan, harga saham saat IPO, harga saham penutupan di hari pertama pada pasar sekunder, serta umur perusahaan. Sedangkan data kualitatif yaitu data nama *underwriter*, dan auditor.

Sumber Data

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder. Data yang digunakan yaitu:

- 1) Daftar perusahaan-perusahaan IPO, prospektus, laporan keuangan, *factbook*, data harga saham harian, dan daftar penjamin emisi yang diperoleh dari situs www.idx.co.id., duniainvestasi.com dan yahoofinance.com.
- 2) Daftar auditor yg berafiliasi dengan *Big Four* yang diperoleh dari situs www.wikipedia.org.

Variabel Penelitian

Variabel independen pada penelitian ini adalah ukuran perusahaan, ROA, *financial leverage*, EPS, umur perusahaan, reputasi auditor, reputasi *underwriter*, dan sektor industri. Sedangkan variabel dependen adalah *initial return*. Definisi operasional variabel sebagai berikut:

1) *Initial Return*

Initial return diukur berdasarkan *return* harian yaitu selisih antara harga saham pada hari pertama penutupan di pasar sekunder dengan harga saham saat IPO dibagi harga saham saat IPO (Jogiyanto, 2000).

$$IR = \frac{\text{Closing Price} - \text{Offering Price}}{\text{Offering Price}} \times 100\%$$

2) Ukuran Perusahaan (SIZE)

Variabel SIZE diukur menggunakan log total aktiva perusahaan pada periode terakhir sebelum perusahaan *go public* di pasar modal (Ghozali dan Mansur, 2002).

3) *Return on Asset* (ROA)

Variabel ini diukur dengan persentase dari *net income after tax* dibagi dengan *total asset* (Ang, 1997). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Net Income after Tax}}{\text{Total Assets}}$$

4) *Financial Leverage* (DER)

Variabel ini diukur dengan DER (*Debt to Equity Ratio*), yaitu rasio total hutang terhadap *equity* yang dimiliki oleh perusahaan. Pengukuran variabel ini juga telah dipergunakan oleh Kim *et al.* (1993), Trisnawati (1998), Daljono (2000). Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Equity}}$$

5) *Earning per Share* (EPS)

Earning per share menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa atau laba bersih perlembar saham biasa. Nilai dari *earning per share* dapat diukur dengan *Net income after tax* dibagi jumlah saham yang beredar. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$EPS = \frac{\text{Net Income After Tax}}{\text{Jumlah lembar saham yang beredar}}$$

6) Umur Perusahaan (AGE)

Variabel ini diukur sejak tahun perusahaan tersebut berdiri sampai dengan tahun saat perusahaan tersebut melakukan IPO. Informasi mengenai tanggal pendirian perusahaan dapat diketahui pada prospektus perusahaan (Ghozali dan Mansur, 2002).

7) Reputasi Auditor (AUD)

Pengukuran variabel reputasi auditor menggunakan variabel *dummy*. Penentuan reputasi auditor menggunakan skala 1 untuk auditor yang bereputasi baik dan 0 untuk auditor yang bereputasi kurang baik (Gerianta, 2008). Pada penelitian ini auditor yang bereputasi baik adalah auditor yang berafiliasi dengan *Big Four*.

8) Reputasi *Underwriter*

Reputasi *underwriter* membuat peringkat yang didasarkan atas nilai penawaran saham saat IPO. Besarnya nilai penawaran saham menunjukkan kemampuan penjaminan yang dilakukan oleh *underwriter* jika saham tidak laku terjual pada pasar perdana. Pemeringkatan reputasi *underwriter* berdasarkan nilai penawaran saham pada saat melakukan IPO. Nilai penawaran saham dapat dihitung dengan harga penawaran (*offering price*) dikalikan dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan. Kemudian dilakukan pemeringkatan sesuai dengan metode ukuran *underwriter Carter* dan *Manaster* (1990). Data pemeringkatan tersebut menjadi 10 kategori (9-0).

9) Sektor Industri (IND)

Variabel IND diukur menggunakan variabel *dummy*. Jenis industri akan dibedakan menjadi dua jenis yaitu sektor industri manufaktur dan non manufaktur. Sektor industri manufaktur diberikan nilai satu (1), sedangkan sektor industri non manufaktur diberikan nilai nol (0) (Yolana dan Martani, 2005)

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel Penelitian	Pengukuran
1	IR	$IR = \frac{\text{closing price} - \text{offering price}}{\text{offering price}}$
2	Ukuran Perusahaan	logaritma natural dari total aktiva
3	ROA	$\frac{\text{Net Income after Tax}}{\text{Total asset}}$
4	<i>Financial Leverage</i>	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Equity}}$
5	EPS	$\frac{\text{Net Income after Tax}}{\text{Jumlah lembar Saham Beredar}}$
6	Umur Perusahaan	Tahun perusahaan berdiri sampai IPO

7	Reputasi Auditor	KAP berafiliasi Big Four (<i>dummy</i>)
8	Reputasi <i>Underwriter</i>	Metode pengukuran <i>underwriter</i> CM 10 kategori (9-0)
9	Sektor Industri	Dummy (manufaktur 1, Non Manufaktur 0)

Sumber: Kajian Teori dan Penelitian Sebelumnya

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian yaitu seluruh perusahaan yang melakukan IPO di BEI periode 2009-2013. Pada periode tersebut terdapat 113 perusahaan yang melakukan IPO. Sebanyak 35 perusahaan dikeluarkan dari sampel penelitian dikarenakan 31 perusahaan tidak mengalami *underpricing*, 3 perusahaan ekuitasnya negatif, dan 1 perusahaan tidak memiliki data lengkap yang dibutuhkan untuk penelitian. Total sampel yang digunakan adalah 78 perusahaan. Pengambilan sampel pada penelitian ini yang dilakukan berdasarkan teknik *purposive sampling*. Kriteria pengambilan sampel dapat disajikan sebagai berikut:

Tabel 2
Kriteria Pengambilan Sampel

Kriteria	Jumlah
Perusahaan IPO tahun 2009-2013	113
Perusahaan yang tidak mengalami <i>underpricing</i>	(31)
Perusahaan dengan ekuitas negatif	(3)
Perusahaan yang datanya tidak lengkap	(1)
Sampel Penelitian	78

Sumber: situs BEI (IDX) yang diolah 2015

Metode Pengumpulan Data

Metode observasi non partisipan digunakan pada penelitian ini yaitu peneliti hanya sebagai pengamat independen, peneliti membaca, mengamati, mencatat, menganalisis dan selanjutnya membuat kesimpulan (Sugiyono, 2014:145). Pengumpulan data dilakukan dengan melakukan observasi pada

prospektus, laporan keuangan, *fact book*, harga saham harian, serta memperoleh data dan informasi dari situs-situs internet.

Teknik Analisis Data

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, akan dilakukan dahulu uji asumsi klasik. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah model memenuhi kriteria BLUE. Uji asumsi klasi terdiri dari empat uji yaitu:

1) Uji Normalitas Residual

Pengujian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah residual berdistribusi normal. Pengujian dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Apabila nilai signifikansi $> 0,05$ maka residual dinyatakan berdistribusi normal (Ghozali, 2013:161).

2) Uji Multikolonieritas

Pengujian ini dilakukan dengan tujuan agar dapat diketahui ada tidaknya korelasi antar variabel independen dalam model regresi yang digunakan. Data dinyatakan lolos uji multikolonieritas jika *tolerance* $\geq 0,10$ dan nilai VIF ≤ 10 (Ghozali 2013:105).

3) Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini bertujuan agar dapat diketahui adanya ketidaksamaan varian dari residual pengamatan satu ke pengamatan lain dalam model regresi. Uji ini dilakukan dengan menggunakan grafik *scatterplot* (Ghozali, 2013:105).

4) Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu periode t dengan periode t-1. Uji ini dilakukan dengan *Durbin-Watson* (DW test). Data dinyatakan lolos uji ini apabila $du < d < 4 - du$, ini berarti tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif (Ghozali, 2013:105).

Pengujian Hipotesis

Uji regresi berganda digunakan untuk pengujian hipotesis. Dengan uji regresi berganda akan sekaligus diketahui nilai koefisien determinasi dan nilai uji

F. Persamaan regresi yang digunakan yaitu:

$$IR = a + b_1SIZE + b_2ROA + b_3LEV + b_4EPS + b_5AGE + b_6AUD + b_7UND + b_8IND + e \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- IR = *initial return*
- SIZE = ukuran perusahaan
- ROA = *return on asset*
- LEV = *financial leverage*
- EPS = *earning per share*
- AGE = umur perusahaan
- AUD = reputasi auditor
- UND = reputasi *underwriter*
- IND = sektor industri

Koefisien Determinasi

Nilai R^2 menunjukkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Apabila nilai R^2 semakin mendekati satu, maka kemampuan model semakin baik. Sementara jika nilai R^2 kecil artinya kemampuan model sangat terbatas (Ghozali, 2013:97).

Uji Statistik F

Uji statistik F dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen dalam penelitian memberikan pengaruh terhadap variabel terikat. Jika nilai signifikansinya $< 0,05$ maka variabel independen dalam penelitian ini memberikan pengaruh pada *initial return*. Maka dari itu dapat dinyatakan model yang digunakan layak (*fit*) (Ghozali, 2013:97).

Uji Statistik t

Uji statistik t bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen, apakah signifikan ataupun tidak signifikan. Apabila nilai signifikansi uji statistik t $< 0,05$ berarti variabel independen memberikan pengaruh pada variabel dependen dalam penelitian tersebut (Ghozali, 2013:97).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 3
Statistik Deskriptif

	N	min	max	mean	std. dev
IR	78	.88	70.00	25.8358	22.62608
SIZE	78	10.35	13.65	12.1326	.65745
ROA	78	.00	.27	.0597	.05496
LEV	78	.08	11.32	1.6504	2.03036
EPS	78	.00	660.18	61.1289	100.21078
AGE	78	1	59	19.47	14.361
AUD	78	0	1	.37	.486
UND	78	0	9	6.55	2.367
IND	78	0	1	.17	.375

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif diatas dapat dijelaskan bahwa Nilai rata-rata *initial return* (IR) saham perusahaan yang IPO di BEI tahun 2009 sampai 2013 adalah sebesar 25,83. SIZE terbesar adalah 13,65 dan yang terkecil adalah sebesar 10,35. Rata-rata SIZE pada penelitian ini adalah 12,13. ROA perusahaan tertinggi adalah sebesar 0,27 dan yang terendah adalah sebesar 0,00 (nol). Rata-rata ROA adalah sebesar 0,06. *Financial leverage* (DER) tertinggi adalah sebesar 11,32 dan yang terendah adalah sebesar 0,08. Rata-rata DER adalah sebesar 1,65. *Earning per share* (EPS) tertinggi adalah sebesar 660,18 dan yang terendah adalah sebesar 0,00. Rata-rata *Earning per share* (EPS) pada sampel penelitian ini adalah 61,13. Umur perusahaan (AGE) maksimum adalah yaitu 59 tahun. Umur perusahaan minimum adalah 1 tahun.

Rata-rata reputasi auditor (AUD) adalah 0,37, hal ini berarti bahwa 37% perusahaan menggunakan jasa auditor yang bereputasi tinggi sedangkan 63% adalah perusahaan yang menggunakan auditor yang tidak bereputasi tinggi. Nilai reputasi *underwriter* (UND) tertinggi adalah 9 dan yang terendah adalah 0. Dari rata-rata nilai reputasi sebesar 6,55 yang berarti perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO rata-rata menggunakan *underwriter* yang bereputasi cukup baik. Rata-rata jenis industri (IND) sebesar 0,17, berarti 17% dari perusahaan yang diteliti tergolong industri manufaktur, sedangkan 83% tergolong industri non manufaktur.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik, data penelitian ini telah memenuhi kriteria untuk dilakukan pengujian hipotesis. Hasil pengujiannya adalah sebagai berikut:

Tabel 4
Uji Normalitas Residual

		<i>Unstandardized</i>
		<i>Residual</i>
N		78
<i>Normal Parameters^{a,b}</i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	20.05833209
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.110
	<i>Positive</i>	.110
	<i>Negative</i>	-.063
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>		.970
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.304

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Hasil uji normalitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa residual berdistribusi normal, ini dibuktikan dengan *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0,05 yaitu sebesar 0,304. Jadi dapat disimpulkan bahwa model memiliki nilai residual yang terdistribusi normal.

Tabel 5
Uji Multikolonieritas

<i>Model</i>		<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>		<i>Collinearity Statistics</i>		
		<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
1	(Constant)	146.425	55.346		2.646	.010		
	SIZE	-10.252	4.901	-.298	-2.092	.040	.562	1.780
	ROA	74.905	67.063	.182	1.117	.268	.429	2.330
	LEV	3.348	1.614	.300	2.074	.042	.543	1.842
	EPS	-.015	.035	-.066	-.429	.669	.484	2.065

AGE	-.243	.202	-.154	-1.199	.235	.690	1.448
AUD	-12.421	5.418	-.267	-2.293	.025	.840	1.191
UND	.677	1.270	.071	.533	.596	.645	1.550
IND	-2.326	6.642	-.039	-.350	.727	.940	1.064

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Hasil uji multikolinearitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa *tolerance value* semua variabel independen $\geq 0,10$ dan nilai VIF ≤ 10 . Jadi terjadi multikolonieritas dalam persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini. Uji *Durbin-Watson* (DW test) yang hasilnya menunjukkan nilai DW 1,891, ini berarti tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif dalam persamaan regresi penelitian ini karena $du < d < 4-du$ ($1,863 < 1,891 < 2,137$).

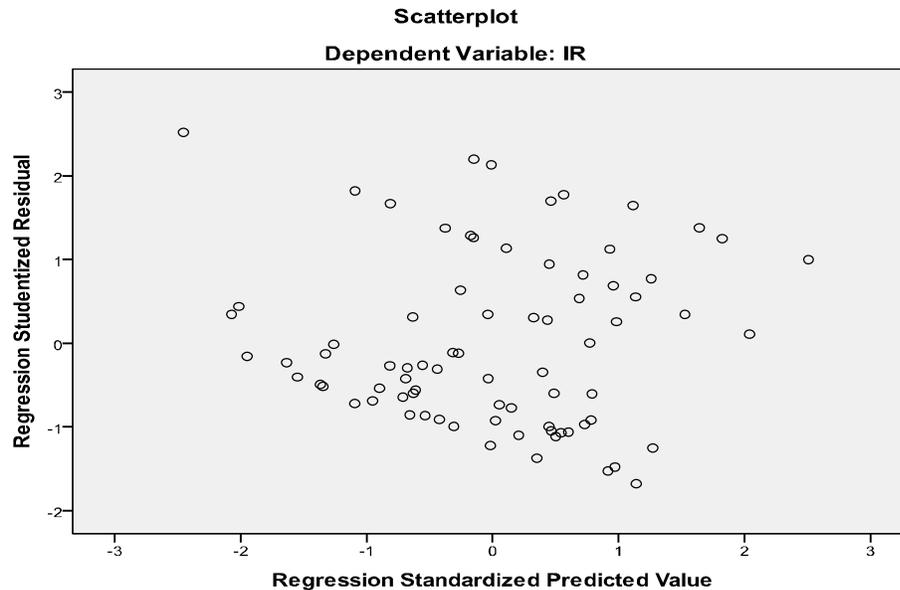
Tabel 6
Uji Autokorelasi

<i>Model Summary^b</i>					
<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R²</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>	<i>Durbin-Watson</i>
<i>1</i>	<i>.463^a</i>	<i>.214</i>	<i>.123</i>	<i>21.18925</i>	<i>1.891</i>

Sumber: Hasil Analisis Spss

Grafik *Plot* yang menunjukkan bahwa pada grafik tidak terdapat pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y, maka dari itu dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 7
Uji Heteroskedastisitas



Sumber: Hasil Analisis SPSS

Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hasil regresi berganda akan diketahui koefisien determinasi (R^2), nilai statistik F (uji kelayakan model) dan nilai statistik t.

Tabel 4
Koefisien Determinasi

<i>model</i>	<i>R</i>	<i>R²</i>	<i>adjusted R²</i>	<i>std. error</i>
1	.463 ^a	.214	.123	21.18925

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Berdasarkan Tabel 4, dapat diketahui nilai R^2 sebesar 0,214, ini berarti variabel independen memberikan informasi sebesar 0,214 untuk memprediksi variasi variabel dependen. Sedangkan sisanya 0,876 berasal dari variabel-variabel lain yang tidak diteliti.

Hasil Pengujian Statistik F**Tabel 5**
Uji F

<i>model</i>	<i>sum of squares</i>	<i>df</i>	<i>mean square</i>	F	<i>sig.</i>
1 <i>regression</i>	8439.401	8	1054.925	2.350	.027 ^a

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Berdasarkan Tabel 5, dapat diketahui hasil uji ANOVA menunjukkan F hitung sebesar 2,350 dengan tingkat signifikansi 0,027. Model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *initial return* atau dapat dikatakan bahwa variabel SIZE, ROA, LEV, EPS, AGE, AUD, UND, dan IND berpengaruh pada *initial return* karena tingkat signifikansi $0,027 < 0,05$. Jadi, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah layak (*fit*).

Hasil Pengujian Statistik t**Tabel 6**
Uji t

Model	<i>Standardized Coefficients</i>		<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>		
(Constant)	146.425	55.346	2.646	.010
SIZE	-10.252	4.901	-.298	.040
ROA	74.905	67.063	.182	.268
LEV	3.348	1.614	.300	.042
EPS	-.015	.035	-.066	.669
AGE	-.243	.202	-.154	.235
AUD	-12.421	5.418	-.267	.025
UND	.677	1.270	.071	.596
IND	-2.326	6.642	-.039	.727

Sumber: Hasil Analisis SPSS

Penjelasan hasil penelitian dapat dipaparkan sebagai berikut:

Pengaruh Ukuran Perusahaan pada *Initial Return*

Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki nilai Sig $0,040 < 0,05$. Jadi, dapat dinyatakan ukuran perusahaan memberikan pengaruh negatif signifikan pada *initial return*. Sejalan dengan penelitian Sandhiaji (2004), serta Hapsari dan Mahfud (2012). Perusahaan yang berskala besar memiliki kelengkapan informasi mengenai kondisi perusahaan lebih lengkap dari pada perusahaan berskala kecil. Dengan memiliki informasi yang lebih banyak maka investor akan memiliki banyak informasi yang akan menjadi dasar pengambilan keputusan untuk berinvestasi. Hal itu mengakibatkan penjamin emisi akan menawarkan harga saham emiten dengan harga tinggi. Perusahaan besar memiliki informasi yang banyak pula yg dapat dijadikan pertimbangan investor untuk melakukan investasi. Sehingga tingkat *underpricing* rendah dan *initial return* saham juga rendah.

Pengaruh ROA pada *Initial Return*

Berdasarkan Tabel 6 dapat diketahui ROA memiliki nilai Sig $0,241 > 0,05$. Jadi, dapat disimpulkan ROA memengaruhi *initial return*. Hasil ini konsisten dengan Kim et al., (1993), Gerianta (2008) dan Sandhiaji (2004) yang hasil penelitiannya menyatakan bahwa ROA berpengaruh negatif pada *initial return*. Hal ini dikarenakan investor tidak mempertimbangkan ROA yang hanya tercantum dalam prospektus, namun investor juga akan mengkaji ROA beberapa tahun sebelum perusahaan melakukan penawaran saham kepada publik. Dengan melihat ROA emiten beberapa tahun sebelum melakukan IPO, maka investor

dapat mengetahui bagaimana tingkat profitabilitas perusahaan tersebut selama beberapa periode. Investor juga akan dapat mengetahui apabila terdapat kenaikan tingkat profitabilitas yang mungkin dianggap kurang wajar sebelum perusahaan melakukan IPO. Hal itu bisa saja terjadi karena perusahaan bisa saja melakukan manipulasi demi memaksimalkan perolehan dana saat IPO.

Pengaruh *Financial Leverage* pada *Initial Return*

Financial leverage memiliki nilai Sig $0,042 < 0,05$. Jadi, dapat disimpulkan *financial leverage* memiliki pengaruh positif signifikan pada *initial return*. Hasil ini sejalan dengan *Kim et al.*, (1993) dan Daljono (2000). Perusahaan yang memiliki nilai *financial leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa tingkat resiko yang dihadapi perusahaan di masa depan juga tinggi, kondisi ini menyebabkan penjamin emisi tidak memiliki kepercayaan diri untuk menawarkan saham emiten dengan harga tinggi saat IPO. Penjamin emisi akan berusaha menawarkan harga saham emiten dengan harga serendah mungkin agar saham tetap laku terjual. Hal ini akan mengakibatkan harga saham dipasar perdana menjadi rendah sehingga *underpricing* dan *initial return* dipasar sekunder akan tinggi.

Pengaruh EPS pada *Initial Return*

EPS memiliki nilai Sig $0,669 > 0,05$. Jadi, dapat disimpulkan EPS tidak memengaruhi *initial return*. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Handayani (2008) serta Widiyanti dan Kusuma (2013) yang membuktikan bahwa EPS berpengaruh negatif pada *initial return*. Para investor belum menggunakan EPS sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi. Investor mungkin belum mengerti bahwa EPS digunakan sebagai gambaran laba per lembar saham.

Pengaruh Umur Perusahaan pada *Initial Return*

Umur perusahaan memiliki nilai Sig $0,235 > 0,05$. Maka dapat dinyatakan umur perusahaan tidak memberikan pengaruh pada *initial return*. Sejalan dengan *Beatty* (1989), *Carter* dan *Manaster* (1990), *David* dan *Senbet* (1992) serta *Sandhiaji* (2005) yang meyakini umur perusahaan memiliki pengaruh negatif

pada *initial return*. Investor tidak menggunakan umur perusahaan sebagai bahan pertimbangan untuk berinvestasi, karena kridebilas perusahaan tidak dapat diukur dengan berapa lama perusahaan berdiri. Perusahaan yang telah lama berdiri tidak dapat menjadi jaminan bahwa segala sesuatu didalamnya juga telah berjalan dengan baik atau memiliki kondisi keuangan yang baik pula.

Pengaruh Reputasi Auditor pada *Initial Return*

Reputasi auditor memiliki nilai *Sig* $0,025 < 0,05$. Maka dapat dinyatakan bahwa reputasi auditor berpengaruh negatif signifikan pada *initial return*. Hasil ini sejalan dengan temuan *Beatty* (1989) serta Hapsari dan Mahfud (2012). Perusahaan emiten yang menggunakan jasa auditor yang bereputasi tinggi akan memiliki penilaian lebih dari para investor. Penjamin emisi akan menawarkan harga saham emiten dengan harga tinggi karena telah memiliki keyakinan akan kondisi keuangan emiten yang baik karena telah diaudit oleh auditor yang bereputasi tinggi. Maka dari itu harga saham pada IPO akan tinggi yang akan menyebabkan tingkat *underpricing* dan *initial return* di pasar sekunder menjadi rendah.

Pengaruh Reputasi *Underwriter* pada *Initial Return*

Reputasi *underwriter* memiliki nilai *Sig* $0,596 > 0,05$. Jadi, dapat disimpulkan reputasi *underwriter* tidak memengaruhi *initial return*. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Trisnawati (1998), Yolana dan Martani (2005) serta Widiyanti dan Kusuma (2013). Investor tidak mempertimbangan reputasi *underwriter* saat melakukan investasi. *Underwriter* dianggap bisa saja menaikkan ataupun menurunkan harga saham emiten saat IPO. Dilihat dari banyaknya *underpricing* pada saham perusahaan yang melakukan IPO dapat mengindikasikan bahwa harga saham emiten ditawarkan dengan harga serendah mungkin akan dapat laku terjual dan menghindarkan *underwriter* terkena resiko saham tidak laku terjual.

Pengaruh Sektor Industri pada *Initial Return*

Sektor industri memiliki nilai *Sig* 0,727>0,05. Jadi, dapat disimpulkan sektor industri tidak memengaruhi *initial return*. Temuan ini tidak sejalan dengan Yolana dan Martani (2005) yang menyebutkan jenis industri memiliki pengaruh negatif pada *initial return*. Kondisi ini menunjukkan bahwa investor tidak mempertimbangkan sektor industri untuk melakukan investasi. Semua jenis perusahaan yang melakukan IPO memiliki resiko sesuai dengan sektor industrinya. Sektor industri manapun dapat dijadikan sebagai tempat untuk berinvestasi sesuai dengan resiko dan keuntungan yang diinginkan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan dan reputasi auditor memberikan pengaruh negatif pada *initial return*. *Financial leverage* memiliki pengaruh positif pada *initial return*. Sedangkan ROA, EPS, umur perusahaan, reputasi *underwriter* dan sektor industri tidak terbukti memberikan pengaruh pada *initial return*.

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu nilai R^2 yang kecil, ini menunjukkan bahwa masih terdapat banyak faktor-faktor yang mempengaruhi *initial return*. Riset selanjutnya disarankan untuk meneliti variabel-variabel lainnya yang mungkin dapat mempengaruhi *initial return* seperti kondisi ekonomi

(inflasi, kurs, suku bunga) dan indikator kinerja keuangan lainnya yang meliputi profitabilitas, solvabilitas, dan likuiditas.

REFERENSI

- Ang, Robert. 1997. *Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Beatty, dan Ritter. 1986. Investment Banking Reputation and The Underpricing of Initial Public Offering. *Journal of Financial Economics*.
- Carter, dan Manaster. 1990. Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Financial*. Vol XLV No.4
- Daljono, 2000. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997. *SNA III*.
- Gerianta, 2008. Penyebab Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol 3 No. 2
- Ghozali, dan Mansur. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpriced di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 4 No.1
- Gumanti, Tatang Ary dan Nafisah Alkaf. 2011. Underpricing dalam Penawaran Saham Perdana dan Penawaran Saham Susulan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Volume 8 - No. 1, Juni 2011
- Handayani, Sri Retno 2008. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Underpricing Pada Penawaran Umum Perdana (Studi Kasus Pada Perusahaan Keuangan Yang Go Publik Di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2006). (*tesis*). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hapsari, dan Mahfud. 2012. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Penawaran Umum Perdana di BEI Periode 2008- 2010. *ejournal Universitas Diponegoro*. Volume 1, No. 1, 2012
- Jensen, dan Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM.

- Kim, Krinsky, dan Lee. 1993. Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea. *Journal of Business Financial and Accounting*. January,. 195-211.
- Lorenzo, Massimo, dan Fabrizio. 2001. Asymmetric Information and The Role of Underwriter, The Prospectus and The Analyst in Underpricing of IPO. The Italian Case. Diakses dari : www.ssrn.com
- Mauer, David, dan Senbet. 1992. The Effect of The Secondary Market on The Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 22, February: 55-79.
- Nasirwan, 2012. Pengaruh Reputasi Auditor, Penjamin Emisi, Komisaris Independen dan Komite Audit Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia) (*penelitian hibah doktor*). Medan: Universitas Negeri Medan.
- Ritter, dan Welch. 2002. a Review of IPO Activity, Pricing, and Allocation. *The Journal of Finance*. Vol 57.
- Sandhiaji. 2004. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Underpricing pada Penawaran Umum Perdana (IPO) periode tahun 1996-2002. (*tesis*). Semarang: UNDIP.
- Trisnawati. 1998. Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Perdana. Malang: *SNA II*
- Widiyanti, & Kusuma. 2013. Analisis Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap Initial Return Saham pada Perusahaan yang Melakukan IPO Di Bursa Efek Indonesia. *SNA XVI*. Manado.
- Wolk, et.al. 2001. Teori Sinyal. ekonomi.kabo.biz/2011/07/teori-sinyal.html?m=1. Diunduh tanggal 20 April 2015.
- Yolana, dan Martani, 2005. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001. *SNAVIII*. Solo.