

Initial Return dalam Penawaran Saham Perdana di Pasar Modal Indonesia

Safaruddin¹, Nurmila Dewi², dan Rahmi Raihan^{3*}

^{1,2,3}Jurusan Tata Niaga Politeknik Negeri Lhokseumawe
Jln. B.Aceh Medan Km.280 Buketrata 24301 INDONESIA
¹safaruddin@pnl.ac.id

Abstrak— Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui *initial return* serta variabel yang mempengaruhinya dalam penawaran saham perdana di Pasar Modal Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah emiten yang melakukan IPO dan *listing* di Bursa Efek Indonesia selama periode 1 Januari 2013 – 31 Desember 2017 yaitu sebanyak 122 emiten. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh sampel sebanyak 85 emiten. Penelitian ini menggunakan dua model yaitu *Uji One Sample T-Test* dan Regresi Linear Berganda. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa *initial return* yang terjadi di Pasar Modal Indonesia berbeda secara signifikan dengan angka 5%. Pengujian regresi berganda menyimpulkan bahwa DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia. Adapun, secara parsial TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia, sedangkan DER dan ROE berpengaruh namun tidak signifikan.

Kata kunci— *initialreturn* dan IPO

Abstract— This research aims to determine the initial return and the variables that influence it in the initial public offering in the Indonesian Capital Market. The population in this study are issuers that conduct IPOs and listings on the Indonesia Stock Exchange during the period of January 1, 2013 - December 31, 2017, namely as many as 122 issuers. The sample selection is done by using purposive sampling method and obtained a sample of 85 issuers. This research uses two models, namely One Sample T-Test and Multiple Linear Regression Test. The results of the research conclude that initial returns that occur in the Indonesian Capital Market differ significantly with the 5%. Multiple regression testing concluded that DER, ROE, TATO, underwriter reputation, and auditor reputation together had a significant effect on initial returns in the Indonesian Capital Market. Meanwhile, partially TATO, underwriter reputation, and auditor reputation have a significant effect on initial returns in the Indonesian Capital Market, while DER and ROE are influential but not significant.

Keywords— *initial return* dan IPO

I. PENDAHULUAN

Semua perusahaan berusaha untuk mengembangkan usahanya melalui ekspansi. Untuk itu, perusahaan membutuhkan tambahan dana yang dapat diperoleh dengan beberapa cara. Salah satu cara yang dapat dipilih adalah melalui *go public* atau penawaran saham perdana kepada publik. Istilah lain yang sering digunakan adalah *Initial Public Offering* (IPO). IPO biasanya dipilih jika perusahaan membutuhkan dana yang relatif besar, sedangkan pemegang saham lama tidak mampu atau tidak bersedia untuk mendanainya. Oleh karena itu, manajemen perusahaan dengan persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) mencari sumber dana baru dengan cara menawarkan atau menjual saham baru kepada masyarakat luas (publik). Dana yang diperoleh digunakan untuk mengembangkan perusahaan sehingga perusahaan menjadi lebih besar dan lebih mampu untuk bersaing.

Pemerintah melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dari waktu ke waktu terus mendorong perusahaan untuk melakukan IPO. Hal ini dimaksudkan untuk meningkatkan kontribusi dan peran perusahaan melalui pasar modal dalam perekonomian negara. Peningkatan skala perusahaan dapat membantu pemerintah untuk meningkatkan lapangan kerja dan mendorong laju pembangunan.

Penawaran saham suatu perusahaan dilakukan melalui 5 tahapan yaitu periode penawaran, periode penjabatan, periode pengembalian dana, periode penyerahan saham, dan yang

terakhir adalah periode pencatatan di bursa efek [1]. Dalam kaitannya dengan tahapan ini maka perlu diketahui pula bahwa pasar modal memiliki beberapa jenis diantaranya yaitu pasar perdana dan pasar sekunder. Pasar perdana (*primary market*) adalah sarana bagi perusahaan untuk pertama kali menjual sahamnya kepada masyarakat umum. Penawaran umum awal ini sering disebut dengan *Initial Public Offering* yang mengubah status perusahaan dari perseroan tertutup menjadi perseroan terbuka. Adapun, pasar kedua (*secondary market*) adalah tempat atau sarana transaksi efek antar investor dimana harga dibentuk oleh investor melalui perantara efek. Pasar kedua disebut juga dengan bursa efek.

Perusahaan yang melakukan IPO, harga jual sahamnya di pasar perdana ditentukan oleh kesepakatan antara perusahaan dan penjamin emisi (*underwriter*), dan hanya ada satu harga. Sedangkan, harga jual saham di pasar sekunder ditentukan oleh mekanisme pasar melalui kekuatan permintaan (*bid*) dan penawaran saham (*offer*) yang terjadi di bursa efek. Harga yang terjadi di pasar kedua (bursa efek) ini bisa sangat bervariasi karena dipengaruhi oleh minat investor terhadap saham yang diperdagangkan.

Perkembangan pasar modal Indonesia selama lima tahun terakhir menunjukkan trend yang positif. Hal ini dapat diketahui dari jumlah emiten (perusahaan) yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia (BEI) yang terus meningkat. Adapun perkembangan jumlah emiten selama lima tahun terakhir dapat dilihat pada tabel berikut ini.

Tabel I
Perkembangan Jumlah Emiten di BEI

Akhir Tahun	Jumlah Emiten	Perubahan	
		Jumlah	%
2013	494	-	-
2014	511	17	3,44
2015	528	17	3,33
2016	541	13	2,46
2017	570	29	5,36
Rata-rata		19	3,65

Sumber : BEI (2018)

Salah satu fenomena menarik yang menjadi topik bahasan para peneliti di bidang pasar modal adalah terkait perbedaan antara harga saham di pasar perdana dengan harga saham pada hari pertama dicatatkan di pasar kedua (bursa efek). Perbedaan harga ini menimbulkan *initial return*. Apabila harga saham pada hari pertama di bursa efek lebih tinggi daripada harga di pasar perdana maka terjadi *initial return* positif dan saham dikatakan saham mengalami *underpricing*. Hal ini, mengindikasikan bahwa harga saham yang ditawarkan di pasar perdana lebih rendah dari nilai instrinsiknya, sehingga investor terutama yang tidak memperoleh saham tersebut sesuai dengan permintaannya di pasar perdana bersedia membelinya dengan harga yang lebih tinggi di pasar sekunder, sementara ada sebagian investor lain yang bersedia menjual sahamnya dengan harga yang lebih tinggi dengan maksud untuk segera merealisasikan keuntungan dalam bentuk *capital gain*. Sebaliknya, apabila harga saham pada hari pertama di bursa efek lebih rendah daripada harga di pasar perdana maka terjadi *initial return* negatif dan saham dikatakan saham mengalami *overpricing*.

Underpricing tentunya menghilangkan kesempatan bagi perusahaan penerbit (emiten) untuk memperoleh dana yang lebih besar dari yang telah diperoleh dari IPO. Akan tetapi, *underpricing* menguntungkan investor yang membeli di pasar perdana karena dapat menikmati *initial return* dengan menjualnya di hari pertama pasar sekunder. Sebaliknya *overpricing* dapat menguntungkan emiten namun merugikan investor perdana. Kedua fenomena ini mengindikasikan adanya bias terhadap harga saham yang ditetapkan saat IPO. Baik *underpricing* maupun *overpricing* seharusnya berada dalam batas toleransi kewajaran. Dalam statistik batas toleransi yang moderat digunakan adalah 5%. Akan tetapi, umumnya fenomena yang terjadi pada berbagai pasar modal di dunia termasuk di Indonesia penyimpangannya jauh dari 5%.

Sebagaimana lazimnya, penetapan harga saham IPO mempertimbangkan berbagai faktor secara komprehensif. Faktor-faktor ini dapat berasal dari data historis yang tercermin dari beberapa informasi penting yang ada dalam laporan keuangan serta prospek perusahaan di masa yang akan datang. Di samping itu, juga dipengaruhi oleh faktor lain terutama profesi yang terlibat dalam penentuan harga saham seperti *underwriter* dan auditor.

Beberapa peneliti pasar modal baik yang berasal dari dalam maupun luar negeri telah mencoba untuk meneliti masalah ini beserta faktor-faktor yang diduga mempengaruhinya. Akan tetapi, hasil penelitiannya berbeda-beda, dengan kata lain belum mengarah pada universalitas. Oleh karena itu perlu diteliti lebih lanjut. Dalam penelitian ini peneliti akan meneliti beberapa faktor yang diduga berpengaruh signifikan terhadap *initial return* khususnya yang terjadi di Indonesia. Faktor-faktor yang diteliti sebagian berasal dari laporan keuangan yang terdiri dari rasio utang yang diwakili oleh *Debt to Equity Ratio* (DER), rasio profitabilitas yang diwakili oleh *Return on Equity* (RoE) dan rasio aktivitas yang diwakili oleh *Total Assets Turn Over* (TATO). Alasan pemilihan ketiga rasio ini, karena ketiganya merupakan indikator kinerja perusahaan yang akan melakukan IPO, sehingga diduga menjadi pertimbangan calon investor untuk membeli saham emiten.

Berdasarkan fenomena yang telah dikemukakan maka penulis, tertarik untuk meneliti hal tersebut dengan judul, "*Initial Return* dalam Penawaran Saham Perdana di Pasar Modal Indonesia".

Berdasarkan latar belakang permasalahan di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: 1). Apakah *initial return* yang terjadi di Pasar Modal Indonesia berbeda secara signifikan dengan angka 5%. 2). Apakah *Debt to Equity Ratio*, *Return on Equity*, *Total Assets Turn Over*, reputasi *underwriter* dan reputasi auditor secara bersama-sama maupun parsial berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Sesuai dengan rumusan masalah yang ditetapkan, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui perbedaan *initial return* yang terjadi di Pasar Modal Indonesia serta pengaruh dari DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor baik secara bersama-sama maupun parsial terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

II. METODE PENELITIAN

A.Operasionalisasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel terikat (*dependent variable*) dan variabel bebas (*independent variable*).

1. Variabel terikat

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah *initial return*. *Initial return* adalah *return* perusahaan pada hari pertama di pasar sekunder, dengan tujuan untuk melihat perilaku para investor dalam pembuatan keputusan berinvestasi di BEI. *Initial return* merupakan selisih antara harga saham penutupan pada hari

pertama perdagangan saham (*closing price*) di pasar sekunder dengan harga saham saat melakukan IPO, dibagi harga penawaran perdana atau *offering price* [2].

$$IR = \frac{P_t - P_o}{P_o} \quad (1)$$

Keterangan:

IR : *Initial return*.

P_t : Harga penutupan perdagangan saham pada hari pertama di pasar sekunder (BEI).

P_o : Harga saham pada penawaran perdana.

Investor akan mendapatkan *initial return* positif apabila terjadinya *underpricing* di hari pertama perdagangan saham di bursa efek. Jika terjadi *underpricing* maka perusahaan akan mengalami kerugian hal ini disebabkan karena dana yang diperoleh dari publik tidak maksimum. Tetapi fenomena *underpricing* sangat diharapkan oleh investor karena dengan fenomena ini mereka akan menerima *initial return* [3].

Underpricing yang terjadi di pasar modal disebabkan oleh adanya informasi asimetri. Informasi asimetri adalah informasi yang tidak sempurna yang dimiliki antar partisipan [2]. Informasi asimetri ini dapat terjadi antara emiten dan penjamin emisi, maupun antar investor. Untuk meminimalisir adanya informasi asimetri maka perusahaan yang akan *go public* menerbitkan prospektus yang berisi berbagai informasi perusahaan yang bersangkutan. Prospektus memuat rincian informasi serta fakta material mengenai penawaran umum emiten baik berupa informasi keuangan maupun non keuangan.

2. Variabel bebas

Variabel bebas dalam penelitian terdiri DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter* dan reputasi auditor. Uraian singkat dari variabel bebas dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. *Debt to Equity Ratio*

Struktur keuangan merupakan perimbangan antara total utang dengan modal sendiri atau disebut dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hal ini berarti bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan. DER terkait dengan penggunaan utang oleh perusahaan.

Penggunaan utang bagi perusahaan pada dasarnya mengandung tiga dimensi yaitu: (1) Kreditur akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan, (2) Akibat penggunaan utang, jika perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari beban tetapnya maka keuntungan pemilik perusahaan juga akan meningkat, dan (3) Dengan menggunakan utang maka perusahaan akan memperoleh dana namun pemilik tidak kehilangan pengendalian perusahaan. Akan tetapi, penggunaan utang akan meningkatkan ketergantungan perusahaan terhadap pihak luar serta memperbesar risiko finansial. Sebaliknya jika perusahaan hanya mengandalkan pada modal sendiri saja maka biayanya akan sangat mahal karena biaya penggunaan dana yang berasal dari saham baru adalah yang termahal dari sumber dana lainnya. Oleh karena itu seharusnya diupayakan keseimbangan yang optimal dari kedua sumber dana ini [4].

Struktur keuangan yang konservatif vertikal menghendaki agar perusahaan dalam kondisi apapun seharusnya tidak memiliki jumlah utang yang lebih besar dari modal sendirinya. Dengan kata lain angka DER-nya tidak melebihi satu, sehingga modal yang dijamin (utang) tidak lebih besar dari jaminannya [5]. Sementara itu, apabila perusahaan mampu mempertahankan ROA dengan penggunaan utang yang makin besar maka penggunaan utang mampu memberikan keuntungan yang lebih besar dari biayanya sehingga ROE dapat meningkat [6].

Berdasarkan beberapa pendapat di atas, maka pada dasarnya penggunaan utang dapat memberikan dampak positif bagi perusahaan jika proporsinya dapat diatur sedemikian rupa dan biaya yang ditimbulkan oleh penggunaan utang lebih rendah dari imbal hasil yang diperoleh akibat penggunaan utang tersebut. Akan tetapi apabila tidak dapat dikelola dengan baik maka dapat berdampak negatif bagi perusahaan.

Perhitungan DER dapat dilakukan dengan menggunakan rumus sebagai berikut [7]:

$$DER = \frac{Total\ Debt}{Net\ Worth} \quad (2)$$

Dalam kaitannya dengan IPO biasanya calon investor sangat menghindari berinvestasi pada saham perusahaan yang memiliki DER yang terlalu tinggi karena akan meningkatkan risiko bagi investor dan akan menurunkan tingkat *return* saham yang akan didapatkan. Hal ini memungkinkan semakin kecil *return* yang akan didapatkan oleh investor di masa yang akan datang karena perusahaan akan memenuhi kewajibannya terlebih dahulu sebelum memberikan *return* kepada investor.

b. *Return on Equity*

Salah satu indikator penting bagi investor dalam menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang adalah dengan melihat profitabilitasnya. Indikator ini sangat penting diperhatikan untuk mengetahui kemampuan dari investasi yang akan dilakukan dalam memberikan tingkat keuntungan kepada pemiliknya. Hal ini dapat diketahui dengan menghitung rasio profitabilitas suatu perusahaan. Rasio profitabilitas yang sering digunakan antara lain adalah Rentabilitas Modal Sendiri atau sering disebut dengan rentabilitas usaha merupakan perbandingan antara jumlah laba yang tersedia bagi pemilik modal sendiri dengan jumlah modal sendiri yang menghasilkan laba tersebut. Laba yang diperhitungkan adalah laba usaha setelah dikurangi dengan bunga modal asing dan pajak perseroan [8].

Rentabilitas modal sendiri sering disebut juga dengan *Return on Equity* (RoE). RoE dapat digunakan untuk mengetahui kemampuan manajemen perusahaan dalam menghasilkan tingkat keuntungan kepada pemegang saham atas ekuitas yang ditanamkannya ke dalam perusahaan. Selama memberikan keuntungan kepada pemegang saham, maka dari segi akuntansi RoE adalah ukuran kinerja yang tepat [9]. RoE merupakan suatu rasio yang sering digunakan oleh pemegang saham untuk menilai kinerja perusahaan yang bersangkutan. RoE memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan [10].

Untuk menghitung *Return on Equity* dapat digunakan rumus sebagai berikut [11]:

$$ReturnonEquity = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Ekuitas Pemegang Saham}} \quad (3)$$

Secara umum, dengan asumsi variabel-variabel lainnya dianggap tetap maka seharusnya semakin besar RoE maka investor akan lebih tertarik membeli atau mencari saham perusahaan yang melakukan IPO. Hal ini didorong oleh harapan investor untuk memperoleh *return* yang besar atas investasinya. Oleh karena adanya minat investor yang tinggi, maka memungkinkan naiknya harga penawaran saham saat diperdagangkan di pasar sekunder yang disebabkan permintaan akan saham tersebut meningkat.

c. *Total Assets Turn Over*

Total Aset Turn Over (TATO) merupakan proksi dari keefektifan pengelolaan aset perusahaan. TATO menunjukkan efektifitas perusahaan dalam menggunakan seluruh sumber dayanya untuk menghasilkan penjualan dan mendapatkan laba. Semakin tinggi rasio ini diharapkan semakin besar pula kemampuan perusahaan dengan aktiva yang ada di dalamnya untuk menghasilkan penjualan yang berarti memiliki potensi untuk menghasilkan laba dalam jumlah yang besar pula. TATO diharapkan memiliki pengaruh terhadap *underpricing* karena adanya harapan dari investor tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

TATO merupakan rasio yang menggambarkan perputaran aktiva diukur dari volume penjualan. Semakin besar TATO maka aktiva dapat lebih cepat berputar untuk meraih laba dan menunjukkan semakin efisien penggunaan keseluruhan aktiva dalam menghasilkan penjualan. Nilai TATO yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian bagi investor dan akan menurunkan tingkat *underpricing*, sehingga kemungkinan investor mendapatkan *return* akan semakin rendah [12]. Dengan demikian semakin besar nilai TATO suatu perusahaan maka semakin kecil *initial return* yang didapatkan oleh investor. Dari penelitian sebelumnya, TATO berpengaruh dan signifikan terhadap *initial return* [13]. Namun penelitian lain menemukan bahwa TATO tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *initial return* [14].

TATO dapat dihitung dengan menggunakan rumus [15]:

$$Total\ Assets\ Turnover = \frac{Sales}{Total\ Assets} \quad (4)$$

d. Reputasi *Underwriter*

Underwriter (penjamin emisi) merupakan perusahaan sekuritas yang menjembatani kepentingan perusahaan yang akan melakukan IPO dengan investor. *Underwriter* bertanggung jawab untuk menjual saham perusahaan yang melakukan IPO kepada investor. Secara umum, *underwriter* memiliki tiga peran penting yaitu memberi perusahaan saran prosedural dan finansial, lalu membeli saham perusahaan dan akhirnya menjualnya kembali kepada publik [16].

Dalam melakukan penjaminan, *underwriter* memiliki dua metode, yang pertama yaitu komitmen kuat (*firm commitment*),

pada metode ini *underwriter* membeli sekuritas dari perusahaan lalu mereka menjualnya lagi kepada publik dan mereka mendapatkan imbalan dalam bentuk *spread* (selisih penjaminan) artinya *underwriter* diizinkan menjual saham perusahaan pada harga sedikit lebih tinggi daripada yang mereka bayarkan, tetapi *underwriter* juga harus menerima resiko apabila saham tidak terjual maka mereka harus mampu menjual saham pada harga penawaran yang disetujui. Namun biasanya *underwriter* sering menghindari risiko ini dan memilih menggunakan metode kedua yaitu metode upaya terbaik (*best effort*), dimana *underwriter* sepakat menjual sebanyak mungkin emisi saham tapi tidak menjamin penjualan seluruh emisi [16].

Underwriter yang mempunyai reputasi tinggi akan dapat mengorganisir proses penawaran saham perdana dan akan melayani investor dengan baik. Selain itu, tingkat reputasi *underwriter* yang dipakai perusahaan mempengaruhi tingkat risiko IPO. Reputasi *underwriter* biasanya diukur dengan memberikan angka 1 (satu) untuk yang bereputasi tinggi serta nilai 0 (nol) untuk yang tidak bereputasi tinggi. Standar *underwriter* yang bereputasi tinggi berdasarkan perankingan yang terdapat di *IDX Fact Book* berdasarkan *big five total value underwriter* [17].

Dalam penelitian ini reputasi *underwriter* diukur dengan memberikan angka 1 bagi *underwriter* yang masuk top 10 *most active brokerage house IDX* berdasarkan frekuensi perdagangan dan angka nol yang tidak masuk top 10

e. Reputasi *Auditor*

Perusahaan wajib memeriksakan laporan keuangannya sebelum menjual sahamnya di pasar modal untuk memastikan kewajaran atas semua informasi yang dilaporkannya kepada para *stakeholders*. Oleh karena itu, perusahaan memerlukan jasa auditor sebagai penilai laporan keuangan tersebut. Auditor yang bereputasi tinggi mempunyai komitmen yang lebih besar dalam mempertahankan kualitas auditnya sehingga laporan perusahaan yang diperiksa memberikan keyakinan yang lebih besar kepada investor tentang kualitas informasi yang disajikan dalam prospektus perusahaan [17].

Auditor yang bereputasi tinggi diantaranya dapat dilihat dari lamanya auditor tersebut melakukan praktik audit dan kepercayaan klien untuk menggunakan jasanya. Perusahaan yang akan menggunakan jasa auditor biasanya beranggapan bahwa auditor yang berasal dari KAP besar dan berafiliasi dengan KAP internasional memiliki kualitas kerja yang lebih tinggi karena KAP tersebut mempunyai reputasi yang baik sehingga auditor pada KAP ini biasanya akan melakukan proses audit yang berkualitas dengan menjaga independensi dan objektivitasnya. KAP yang termasuk ke dalam *big four* dan afiliasinya di Indonesia yaitu: 1). Price Water House Coopers (PWC) dengan partnernya di Indonesia Tanudiredja, Wibisana dan Rekan. 2). Delloite Touche Tohmatsu dengan partnernya di Indonesia Osman Bing Satrio & Rekan. 3). KPMG dengan partnernya di Indonesia Siddharta dan Widjaja. 4). Ernst & Young dengan partnernya di Indonesia Purwanto, Sarwoko & Sandjaja.

Calon investor biasanya akan lebih tertarik membeli saham perusahaan yang diaudit oleh auditor dengan reputasi tinggi karena informasi pada laporan keuangan yang disajikan relatif lebih dipercaya. Penggunaan auditor yang memiliki reputasi yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian di masa yang akan datang [18].

Reputasi auditor biasanya diukur dengan menggunakan skala 1 untuk auditor yang prestisius dan 0 untuk auditor yang tidak prestisius [17]. Apabila emiten yang akan melakukan IPO menggunakan jasa auditor kategori *big four* maka digolongkan pada auditor yang prestisius sehingga diberi skor 1 (satu), sebaliknya apabila calon emiten menggunakan auditor yang bukan kategori *big four* maka digolongkan pada auditor yang tidak prestisius sehingga diberi skor 0 (nol).

B. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO dan selanjutnya mencatatkan sahamnya di BEI selama 1 Jan 2013 s.d. 31 Des 2017. Berdasarkan data dari BEI diperoleh jumlah populasi sebanyak 122 emiten.

Penarikan sampel penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan kriteria ditetapkan oleh peneliti berdasarkan pertimbangan yang sesuai dan rasional. Kriteria yang digunakan adalah: 1). Perusahaan yang melakukan IPO dalam kurun waktu 1 Jan 2013 - 31 Des 2017 dan mencatatkan sahamnya di BEI selama periode tersebut. 2). Perusahaan tersebut tidak termasuk dalam industri keuangan karena ada perbedaan karakteristik laporan keuangan antara perusahaan non keuangan dengan perusahaan keuangan terutama pada struktur aktiva dan pasivanya sehingga beberapa rasio keuangan yang terdapat pada kedua jenis emiten ini memiliki makna yang berbeda. 3). Memiliki data yang lengkap sesuai dengan kebutuhan penelitian ini.

Tabel II
Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Emiten
Emiten yang melakukan IPO dan <i>listing</i> di BEI selama periode 1 Jan 2013 s.d. 31 Des 2017	122
Emiten Keuangan yang IPO selama 1 Jan 2013 s.d. 31 Des 2017	23
Emiten yang datanya tidak lengkap	14
Jumlah sampel yang terpilih	85

Sumber: BEI (2018, diolah)

C. Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Data penelitian ini merupakan data sekunder yang dikelompokkan menjadi dua jenis yaitu data kuantitatif dan kualitatif. 1). Data kuantitatif adalah data berbentuk angka dan termasuk data berskala ukur interval dan rasio. Data kuantitatif

dalam penelitian ini meliputi: a). Data harga jual saham saat IPO dan harga penutupan saham pada hari pertama *listing* di BEI. Data ini digunakan untuk menghitung *initial return* sebagai variabel terikat. Data harga diperoleh dari situs resmi BEI yaitu: www.idx.co.id serta laporan masing-masing emiten. Data harga saham merupakan data berskala rasio. b). Data untuk variabel bebas terdiri dari DER, ROE, dan TATO. Ketiga data yang dimaksud berskala rasio dan diperoleh dari laporan masing-masing emiten. 2). Data kualitatif adalah data yang sifatnya hanya menggolongkan saja yang termasuk data berskala ukur nominal dan ordinal. Data kualitatif dalam penelitian terdiri dari reputasi *underwriter* dan reputasi auditor. Keduanya berskala ordinal dan diperoleh dari masing-masing emiten.

Untuk melengkapi data tersebut diperlukan referensi tambahan lainnya yang berasal dari jurnal, buku, majalah dan karya tulis ilmiah yang relevan dengan penelitian ini.

D. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan dua jenis uji, yaitu *Uji One Sample T-Test* dan Regresi Linear Berganda. *Uji One Sample T-Test* digunakan untuk menguji perbedaan rata-rata suatu variabel dengan suatu konstanta tertentu [18]. Variabel yang diuji adalah *initial return*, sedangkan konstantanya adalah 5%. Hipotesis yang digunakan untuk uji ini adalah sebagai berikut:

$$H_0 : \text{Rata-rata IR} = 5\% ; H_1 : \text{Rata-rata IR} \neq 5\%$$

Nilai t-hitung untuk *Uji One Sample T-Test* adalah sebagai berikut:

$$t_{hit} = \frac{\bar{IR} - 5\%}{s/\sqrt{n}} \tag{5}$$

Dimana:

s = Standar deviasi *initial return*

n= Jumlah sampel

Model berikutnya adalah Regresi Linear Berganda. Model ini digunakan untuk menguji pengaruh dari DER, ROE, TATO reputasi *underwriter* dan reputasi auditor terhadap *initial return* pada perusahaan yang melakukan penawaran saham perdana di Indonesia. Adapun bentuk persamaan regresinya adalah:

$$IR = b_0 + b_1 \text{ DER} + b_2 \text{ ROE} + b_3 \text{ TATO} + b_4 \text{ UW} + b_5 \text{ AUD}$$

Untuk memperoleh intersep dan koefisien regresi setiap variabel serta perhitungan lainnya maka digunakan perangkat lunak statistik yaitu SPSS (*Statistical Package for Social Science*).

Angka intersep dan koefisien dari model regresi digunakan setelah memenuhi ketentuan asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinieritas, heterokedastisitas dan autokorelasi. Pengujian ini dilakukan agar parameter atau koefisien regresi tidak bias dan dapat mendeteksi keadaan yang sesungguhnya (*Best Linear Unbiased Estimator* atau BLUE).

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptiv dari Variabel Penelitian

Berdasarkan hasil penelitian selama 5 tahun, statistik deskriptif dari *initial return* dapat diringkas pada Tabel III.

Tabel III
Statistik Deskriptif *Initial Return*

Tahun	Jumlah Emiten	Minimum	Maksimum	Rata-rata
2013	20	-17,27	50,00	14,90
2014	14	0,00	69,81	24,23
2015	12	-0,03	70,00	24,55
2016	11	1,54	70,00	23,42
2017	28	-9,00	70,00	37,14
2013 - 2017	85	-17,27	70,00	26,22

Sumber: Prospektus Emiten (2018, diolah)

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai rata-rata *initial return* dari emiten yang melakukan IPO dan *listing* di BEI selama 1 Jan 2013 s.d. 31 Des 2018 adalah sebesar 26,22%. Hal ini mengindikasikan bahwa secara umum terjadinya *underpricing* di Pasar Modal Indonesia selama periode tersebut. *Initial return* terendah adalah sebesar -17,27%, yang dialami investor dari saham PT Saratoga Investama Sedaya Tbk. pada tahun 2013. Sedangkan, *initial return* tertinggi diperoleh investor sebesar 70,00%, pada tahun 2015, 2016, dan 2017. Investor memperoleh *initial return* sebesar 70,00% dari saham PT Mitra Komunikasi Nusantara Tbk. pada tahun 2015 dan saham PT Sillo Maritim Perdana Tbk. pada tahun 2016. Selanjutnya, pada tahun 2017 investor dapat memperoleh *initial return* sebesar 70,00% dari tiga saham yaitu PT Pelayaran Tamarin Samudra Tbk., PT Terregra Asia Energy Tbk., dan PT Kapuas Prima Coal Tbk.

Tabel IV
Emiten yang Mengalami *Underpricing*, *Overpricing*, dan *Fairvalue*

Tahun	<i>Underpricing</i>		<i>Overpricing</i>		<i>Fairvalue</i>	
	Jumlah	%	Jumlah	%	Jumlah	%
2013	15	75,00	4	20,00	1	5,00
2014	13	92,86	0	0,00	1	7,14
2015	11	91,67	1	8,33	0	0,00
2016	11	100,00	0	0,00	0	0,00
2017	24	85,71	4	14,29	0	0,00
2013-2017	74	87,06	9	10,59	2	2,35

Sumber: Prospektus Emiten & BEI (2018, diolah)

Adapun jumlah emiten yang mengalami *underpricing*, *overpricing*, dan *fairvalue* dapat dilihat pada Tabel IV. Dari Tabel IV dapat diketahui bahwa mayoritas saham emiten mengalami *underpricing*. Dari 85 emiten yang melakukan IPO, 74 emiten mengalami *underpricing* atau setara dengan 87,06%.

Selebihnya, 9 emiten atau 10,59% mengalami *overpricing*. Sedangkan, yang berada pada posisi *fairvalue* hanya ada 2 atau 2,35% yaitu PT Logindo Samudramakmur Tbk. pada tahun 2013 dan PT Mitrabara Adiperdana Tbk. pada tahun 2014.

Selanjutnya, statistik deskriptif variabel bebas berupa informasi keuangan emiten yang terdiri dari DER, ROE, dan TATO dapat diringkas sebagaimana tabel berikut ini.

Tabel V
Statistik Deskriptif DER,ROE, dan TATO dari Emiten yang Melakukan IPO

Variabel	Jumlah Emiten	Minimum	Maksimum	Means
DER	85	-3.068,57	1.477,31	171,32
ROE	85	-78,09	120,50	23,20
TATO	85	0,00	2.502,08	126,02

Sumber: Prospektus Emiten (2018, diolah)

Nilai rata-rata DER adalah sebesar 171,32%, artinya bahwa secara rata-rata perbandingan antara utang dengan ekuitas dari emiten yang melakukan IPO selama periode penelitian ini adalah 1,71 banding satu. Hal ini menunjukkan bahwa secara rata-rata struktur modal dari emiten yang melakukan IPO didominasi oleh utang. Penggunaan utang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko bagi emiten. Akan tetapi, jika pengelolaannya dilakukan dengan baik maka dapat meningkatkan profitabilitasnya. DER terendah sebesar -3.068,57 yang dimiliki oleh PT Kioson Komersial Indonesia Tbk. dimana emiten ini memiliki ekuitas yang negatif sehingga rasio DER nya juga negatif. Sedangkan, emiten dengan DER tertinggi adalah PT Graha Layar Prima Tbk., emiten ini memiliki DER sebesar 1.477,31%.

Dari Tabel V juga dapat diketahui rata-rata ROE dari emiten adalah 23,20%. Angka ini menunjukkan bahwa rata-rata setiap Rp. 1 ekuitas mampu menghasilkan laba bersih setelah pajak sebesar Rp. 0,2320. Dengan kata lain, secara rata-rata ROE emiten yang melakukan IPO cukup baik. Dari 85 emiten, ROE terendah dimiliki oleh PT Duta Intidaya Tbk. yaitu sebesar -78,09%, sedangkan ROE tertinggi dimiliki oleh PT PT Sawit Sumbermas Sarana Tbk. yaitu sebesar 120,50%.

Berikutnya, untuk variabel TATO diperoleh angka rata-rata sebesar 126,02%. Hal ini berarti secara rata-rata setiap Rp. 1 total aset emiten mampu menghasilkan penjualan sebanyak Rp 1,26. Dengan kata lain, efektifitas penggunaan aset emiten secara umum relatif baik. Emiten yang memiliki rasio TATO terendah adalah PT Merdeka Copper Gold Tbk. dengan rasio 0,00, sedang yang memiliki TATO tertinggi adalah PT M Cash Integrasi Tbk. dengan rasio 2.502,08%.

Selanjutnya, variabel non keuangan terdiri dari reputasi *underwriter* dan reputasi auditor. Penggunaan jasa *underwriter* oleh emiten yang melakukan IPO tertera pada Tabel VI.

Tabel VI
Reputasi *Underwriter* dan Auditor untuk Emiten yang Melakukan IPO 1 Jan 2013 – 31 Des 2017

Jasa	Reputasi			
	Tinggi		Tidak Tinggi	
	Jumlah	%	Jumlah	%
<i>Underwriter</i>	32	37,65	53	62,35
Auditor	10	11,76	75	88,24

Sumber: Prospektus Emiten (2018, diolah)

Berdasarkan tabel di atas diketahui bahwa sebahagian besar emiten cenderung menggunakan jasa *underwriter* dan auditor yang tidak bereputasi tinggi. Hal ini biasanya disebabkan oleh balas jasa (*fee*) yang ditetapkan oleh *underwriter* maupun auditor, semakin tinggi reputasinya maka biasanya semakin tinggi pula *fee* yang ditetapkan oleh mereka.

B. Uji Hipotesis

Penelitian ini menggunakan dua jenis model uji, yaitu *Uji One Sample T-Test* dan Model Regresi Linear Berganda.

a. *Uji One Sample T-Test*

Uji One Sample T-Test digunakan untuk menguji perbedaan rata-rata suatu variabel dengan suatu konstanta tertentu. Hasil perhitungan *Uji One Sample T-Test* tertera pada Tabel VII.

Tabel VII
Hasil Perhitungan *Uji One Sample T-Test*

Variabel	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference
Initial Return	9,026	84	0,000	26,1748

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2018)

Nilai t-hitung *One Sample T-Test* diperoleh sebesar 9,026. Nilai ini dibandingkan dengan nilai t-tabel pada $\alpha = 0,05$ dengan derajat bebas 84 sehingga diperoleh nilai t-tabel sebesar 1,988. Hal ini berarti bahwa t-hitung lebih besar daripada t-tabel dan *p-value* (0,00) lebih kecil daripada α (0,05), sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *initial return* yang terjadi di Pasar Modal Indonesia berbeda secara signifikan dengan angka 5%. Hal ini mengindikasikan bahwa harga saham pada saat IPO yang ditetapkan berbeda secara signifikan dengan nilai intrinsiknya.

Mengacu pada ringkasan hasil statistik deskriptif diketahui secara rata-rata *initial return* yang terjadi selama periode 1 Jan 2013 – Des 2017 adalah sebesar 26,22%. Hal ini mengindikasikan secara rata-rata dana yang diperoleh emiten yang melakukan IPO mengalami kekurangan sebesar 26,22% dari yang seharusnya diterima.

Dapat diketahui pula bahwa dari 85 emiten yang terpilih menjadi sampel, ada 74 atau 87,06% emiten yang mengalami

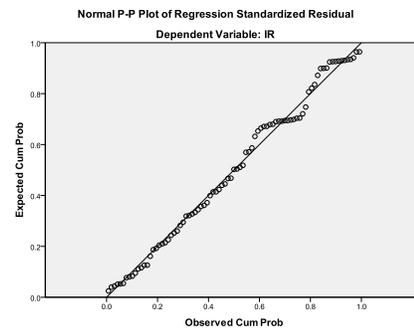
underpricing. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum emiten memperoleh dana yang relatif lebih sedikit dari yang seharusnya mereka peroleh. Dengan kata lain, harga saham yang ditetapkan saat IPO relatif lebih rendah dari harga yang seharusnya. Bahkan, ada 32 atau 37,65% emiten yang harga sahamnya pada hari pertama *listing* di BEI ditutup dengan kenaikan harga yang maksimum. Kenaikan harga maksimum ini dikenal dengan istilah *auto rejection*. *Auto rejection* adalah pembatasan persentase kenaikan atau penurunan harga suatu saham dalam satu hari perdagangan yang ditetapkan oleh BEI. Perlu diketahui bahwa *auto rejection* yang ditetapkan oleh BEI untuk hari pertama emiten yang *listing* di BEI adalah sebagai berikut:

1. Harga saham Rp. 50 s.d. Rp. 200, batas *auto rejection*-nya sebesar 70%.
2. Harga saham yang lebih besar dari Rp. 200 s.d. Rp. 5.000, batas *auto rejection*-nya sebesar 50%.
3. Harga saham yang lebih besar dari Rp. 5.000, batas *auto rejection*-nya sebesar 40%.

Selanjutnya, dapat diketahui pula bahwa dari 85 emiten, hanya ada dua atau 2,35% emiten yang *initial return*-nya bernilai nol dan dianggap *fair value*. Tentunya jumlah ini merupakan jumlah yang sangat sedikit. Kedua emiten tersebut adalah PT Mitrabara Adiperdana Tbk. dan PT Logindo Samudramakmur Tbk.

b. Model Regresi Linear Berganda

Model regresi linear berganda mensyaratkan model memenuhi asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas dan autokorelasi.



Gambar I

Grafik *Normal Probability Plot* dari *Initial Return*

Penelitian ini menggunakan grafik *normal probability plot* untuk menguji normalitas data dengan cara melihat penyebaran data pada sumbu diagonal dari grafik tersebut. Berdasarkan Gambar I dapat diketahui bahwa titik-titik data berada di sekitar garis diagonal. Dengan demikian dapat disimpulkan asumsi normalitas model penelitian ini terpenuhi atau data berdistribusi normal.

Multikolinieritas menunjukkan adanya hubungan yang kuat di antara beberapa atau semua variabel bebas dalam model regresi.

Gejala multikolinieritas dideteksi dengan menghitung *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *tolerancevalue* dari masing-masing variabel bebas. Hasil perhitungan VIF tertera pada Tabel VIII.

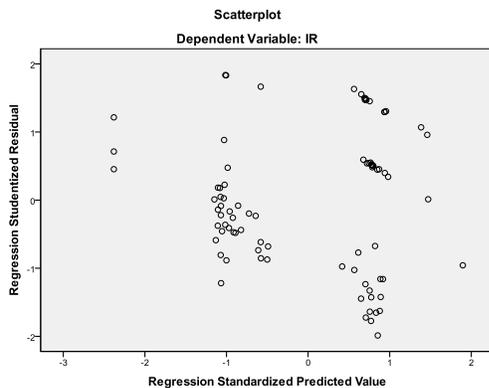
Tabel VIII
Hasil Perhitungan *Variance Inflation Factor*

Variabel	Tolerance	VIF
DER	0,987	1,014
ROE	0,940	1,064
TATO	0,950	1,053
UW	0,974	1,026
AUD	0,973	1,028

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2018)

VIF dari setiap variabel bebas <10 dan *tolerance value* > 0,10, sehingga model regresi linear penelitian ini tidak mengalami gejala multikolinieritas.

Heterokedastisitas terjadi apabila varian residual tidak bersifat konstan sehingga jika model diestimasi dengan OLS maka varian estimatornya menjadi tidak minimum. Gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan grafik.



Gambar 2

Grafik *Scatter Plot* untuk Uji Heterokedastisitas

Dari hasil pengolahan data diperoleh grafik sebagaimana Gambar 2. Dapat diketahui bahwa titik-titik yang terdapat pada *scatter plot* tidak membentuk pola yang beraturan sehingga dapat dinyatakan bahwa model regresi dalam penelitian ini lolos dari gejala heterokedastisitas.

Selanjutnya, uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi berurutan antara faktor *error* dalam model regresi. Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan Uji Durbin-Watson (d). Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 85 dan variabel bebas sebanyak 5 pada tingkat keyakinan 95%. Berdasarkan Tabel Durbin-

Watson diperoleh nilai batas bawah (d_L) sebesar 1,5254 dan nilai batas atas (d_U) sebesar 1,7736. Sedangkan hasil pengolahan data diperoleh bahwa nilai statistik Durbin-Watson sebesar 2,033. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dalam penelitian ini terbebas dari gejala autokorelasi karena nilai statistik Durbin-Watsonnya berada di antara d_U s.d. $4-d_U$ ($1,7736 < 2,033 < 2,2264$).

Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinieritas, heterokedastisitas dan autokorelasi, maka tidak terjadi pelanggaran terhadap asumsi-asumsi klasik dalam model regresi penelitian ini. Oleh karena itu, maka model penelitian ini dapat digunakan untuk pengambilan keputusan.

Hasil perhitungan dengan menggunakan program SPSS diperoleh nilai koefisien regresi untuk masing-masing variabel bebas tertera pada Tabel IX.

Tabel IX.
Hasil Perhitungan Koefisien Regresi

Variabel	Koefisien	T-hitung	Sig.t
Konstanta	37,556	9,785	0,000
DER	-0,004	-0,600	0,550
ROE	0,015	0,171	0,865
TATO	0,019	2,172	0,033
UW	-29,043	-5,810	0,000
AUD	-21,771	-2,894	0,005

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2018)

Berdasarkan Tabel IX dapat ditulis model taksiran persamaan regresi untuk penelitian ini sebagai berikut :

$$IR = 37,556 - 0,004 DER + 0,015 ROE + 0,019 TATO - 29,043 UW - 21,771 AUD$$

c. Pengujian Hipotesis secara Bersama-sama

Pengaruh DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor secara bersama-sama terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia periode 2013 s.d. 2017 dapat diketahui dengan melakukan uji F dengan hipotesis sebagai berikut :

H_0 : DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia ($H_0: b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 = 0$)

H_a : DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia ($H_a: b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \neq 0$).

Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS diperoleh nilai F-hitung 8,922. Nilai ini dibandingkan dengan nilai F-tabel dengan $\alpha = 0,05$. Dari tabel distribusi F untuk $\alpha = 0,05$ dengan derajat bebas (5;79) diperoleh nilai F-tabel sebesar 2,33. Nilai F-hitung > F-tabel dan *p-value* (0,00) < α (0,05), sehingga H_0 ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tingkat

keyakinan 95%, DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Selanjutnya untuk mengetahui kemampuan model dalam menerangkan variasi dari *initial return* yang dapat dijelaskan oleh variabel bebas yang terdiri dari DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor dapat diketahui dengan melihat nilai koefisien determinasi. Hasil komputasi pada Tabel IX memperlihatkan nilai koefisien determinasi (R^2) untuk penelitian ini adalah sebesar 36,10%. Angka ini menunjukkan bahwa 36,10% perubahan (variasi) *initial return* mampu dijelaskan oleh perubahan himpunan DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor. Sedangkan sisanya sebesar 63,90% dijelaskan oleh variabel lain di luar model yang tidak diamati dalam penelitian ini.

Keeratan hubungan dari DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor terhadap *initial return* ditunjukkan oleh nilai koefisien korelasinya (R) yaitu sebesar 60,10 menunjukkan hubungan yang sedang.

d. Pengujian Hipotesis Parsial

Untuk mengetahui variabel bebas yang berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat maka perlu dilakukan pengujian koefisien regresi secara parsial. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji t.

d.1. Pengaruh DER terhadap *initial return*

Merujuk pada bab sebelumnya, maka hipotesis yang akan diuji dari pengaruh DER terhadap *initial return* adalah sebagai berikut :

$H_{01}: b_1 = 0$, DER secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

$H_{a1}: b_1 \neq 0$, DER secara parsial berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Hasil perhitungan nilai absolut t-hitung untuk koefisien regresi dari DER yang tertera pada Tabel IX adalah sebesar 0,600 dan *p-value* sebesar 0,550. Sedangkan nilai t-tabel untuk $\alpha = 0,05$ dengan derajat bebas 79 adalah 1,990. Hal ini menunjukkan bahwa nilai absolut t-hitung (0,600) lebih kecil daripada t-tabel (1,990) dan *p-value* (0,550) lebih besar daripada α (0,05), sehingga pada tingkat signifikansi 5%, H_{01} dinyatakan tidak ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, DER berpengaruh namun tidak signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Koefisien regresi dari DER untuk penelitian ini adalah -0,004, artinya bahwa DER memiliki hubungan yang negatif terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia. Apabila DER naik sebesar 1%, maka secara rata-rata *initial return* di Pasar Modal Indonesia akan turun sebesar 0,004% dengan asumsi variabel ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor konstan. Sebaliknya, apabila DER turun sebesar 1%, maka secara rata-rata *initial return* di Pasar Modal Indonesia akan naik sebesar 0,004% dengan asumsi variabel ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor konstan.

Hasil uji hipotesis parsial dari DER terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa investor dalam memilih saham dari emiten yang melakukan IPO kurang memperhatikan rasio DER yang tercantum dalam prospektus emiten. Di samping itu dari hasil statistik deskriptif juga dapat diketahui bahwa secara rata-rata rasio DER dari emiten yang melakukan IPO juga masih dalam batas yang wajar yaitu sebesar 171,32% atau 1,71 banding satu.

d.2 Pengaruh ROE terhadap *initial return*

Hipotesis yang diuji dari pengaruh ROE terhadap *initial return* adalah sebagai berikut :

$H_{02}: b_2 = 0$, ROE secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

$H_{a2}: b_2 \neq 0$, ROE secara parsial berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Hasil perhitungan nilai absolut t-hitung untuk koefisien regresi dari ROE yang tertera pada Tabel IX adalah 0,171 dan *p-value* sebesar 0,865. Hal ini menunjukkan bahwa nilai absolut t-hitung (0,171) lebih kecil daripada t-tabel (1,990) dan *p-value* (0,865) lebih besar daripada α (0,05), sehingga pada tingkat signifikansi 5%, H_{02} dinyatakan tidak ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, ROE berpengaruh namun tidak signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Koefisien regresi ROE dari model penelitian ini adalah 0,015, artinya bahwa ROE memiliki hubungan yang positif terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia. Apabila ROE naik sebesar 1%, maka secara rata-rata *initial return* di Pasar Modal Indonesia akan naik pula sebesar 0,015% dengan asumsi variabel DER, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor konstan. Sebaliknya, apabila ROE turun sebesar 1%, maka secara rata-rata *initial return* di Pasar Modal Indonesia akan turun pula sebesar 0,015% dengan asumsi variabel ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor konstan.

Hasil uji hipotesis parsial dari ROE terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia juga menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa investor dalam memilih saham dari emiten yang melakukan IPO kurang memperhatikan rasio ROE yang tercantum dalam prospektusnya emiten. Di samping itu dari hasil statistik deskriptif juga dapat diketahui bahwa secara rata-rata rasio ROE dari emiten yang melakukan IPO nilainya relatif baik yaitu sebesar 23,20%.

d.3 Pengaruh TATO terhadap *initial return*

Hipotesis yang diuji dari pengaruh TATO terhadap *initial return* adalah sebagai berikut :

$H_{03}: b_3 = 0$, TATO secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

$H_{a3}: b_3 \neq 0$, TATO secara parsial berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Hasil perhitungan nilai absolut t-hitung untuk koefisien regresi dari TATO yang tertera pada Tabel IX adalah sebesar 2,172 dan *p-value* sebesar 0,033. Hal ini menunjukkan bahwa nilai absolut t-hitung (2,172) lebih besar daripada t-tabel (1,990) dan *p-value* (0,033) lebih kecil daripada α (0,05), sehingga pada tingkat signifikansi 5%, H_{03} dinyatakan ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, TATO berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Koefisien regresi TATO dari model penelitian ini adalah 0,019, artinya TATO memiliki hubungan yang positif (searah) terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia. Apabila TATO naik sebesar 1%, maka secara rata-rata *initial return* di Pasar Modal Indonesia akan naik pula sebesar 0,019% dengan asumsi variabel DER, ROE, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor konstan. Sebaliknya, apabila TATO turun sebesar 1%, maka secara rata-rata *initial return* di Pasar Modal Indonesia akan turun pula sebesar 0,019% dengan asumsi variabel DER, ROE, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor konstan.

Hasil uji hipotesis parsial dari TATO terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia menunjukkan pengaruh yang signifikan. Hal ini berarti bahwa investor dalam memilih saham dari emiten yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia menjadikan rasio TATO yang tercantum dalam prospektus sebagai pertimbangan utama mereka untuk pengambilan keputusan berinvestasi. Di samping itu, hasil penelitian menunjukkan umumnya emiten yang mengalami *auto rejection* adalah emiten-emiten dengan rasio TATO yang relatif tinggi. Hal ini mengindikasikan adanya minat yang sangat tinggi dari investor untuk memiliki saham dari emiten yang dimaksud sehingga para investor yang tidak memperoleh saham sesuai dengan harapannya pada saat IPO, bersedia untuk membelinya dengan harga yang jauh lebih tinggi saat *listing* pada hari pertama di BEI.

d.4 Pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *initial return*

Hipotesis yang akan diuji dari pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *initial return* adalah sebagai berikut:

$H_{04} : b_4 = 0$, Reputasi *underwriter* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

$H_{a4} : b_4 \neq 0$, Reputasi *underwriter* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Hasil perhitungan nilai absolut t-hitung untuk koefisien regresi dari reputasi *underwriter* yang tertera pada Tabel IX adalah 5,810 dan *p-value* sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa nilai absolut t-hitung (5,810) lebih besar daripada t-tabel (1,990) dan *p-value* (0,000) lebih kecil daripada α (0,05), sehingga pada tingkat signifikansi 5%, H_{04} ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, Reputasi *underwriter* berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Koefisien regresi dari reputasi *underwriter* model penelitian ini adalah -29,043. Hal ini menunjukkan bahwa reputasi *underwriter*

memiliki hubungan yang negatif (berlawanan) terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia. Angka koefisien regresi sebesar -29,043 mengandung makna bahwa emiten yang menggunakan *underwriter* bereputasi tinggi di Pasar Modal Indonesia nilai *initial return*-nya secara rata-rata lebih rendah sebesar 29,043% dibandingkan dengan emiten yang menggunakan *underwriter* bereputasi tidak tinggi (biasa-biasa saja) dengan asumsi variabel DER, ROE, TATO, dan reputasi auditor konstan.

Hasil uji hipotesis parsial dari reputasi *underwriter* terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan. Hal ini berarti bahwa investor dalam memilih saham dari emiten yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia menjadikan reputasi *underwriter* sebagai pertimbangan utama untuk pengambilan keputusan berinvestasi. Signifikannya pengaruh dari reputasi *underwriter* ini mengindikasikan bahwa para investor cenderung meyakini harga saham perdana dari emiten yang menggunakan jasa *underwriter* bereputasi tinggi lebih mendekati nilai instrinsik emiten dan tidak *underpricing*. Oleh karena itu, maka harga saham saat *listing* pada hari pertama di BEI tidak mengalami kenaikan yang tinggi, bahkan cenderung mengalami penurunan.

d.5 Pengaruh reputasi auditor terhadap *initial return*

Hipotesis yang akan diuji dari pengaruh reputasi auditor terhadap *initial return* adalah sebagai berikut :

$H_{05} : b_5 = 0$, Reputasi auditor secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

$H_{a5} : b_5 \neq 0$, Reputasi auditor secara parsial berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Hasil perhitungan nilai absolut t-hitung untuk koefisien regresi dari reputasi auditor yang tertera pada Tabel IX adalah 5,810 dan *p-value* sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa nilai absolut t-hitung (2,894) lebih besar daripada t-tabel (1,990) dan *p-value* (0,005) lebih kecil daripada α (0,05), sehingga pada tingkat signifikansi 5%, H_{05} dinyatakan ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pada tingkat keyakinan 95%, Reputasi auditor berpengaruh signifikan terhadap terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.

Koefisien regresi dari reputasi auditor model penelitian ini adalah sebesar -21,771. Hal ini menunjukkan bahwa reputasi auditor berhubungan negatif (berlawanan) terhadap *initial return*-nya di Pasar Modal Indonesia. Angka koefisien regresi sebesar -21,771 bermakna bahwa emiten yang menggunakan jasa auditor bereputasi tinggi di Pasar Modal Indonesia memiliki nilai *initial return* yang secara rata-rata lebih rendah sebesar 21,771% dibandingkan dengan emiten yang menggunakan jasa auditor bereputasi tidak tinggi dengan asumsi variabel DER, ROE, TATO, dan reputasi *underwriter* konstan.

Hasil uji hipotesis parsial dari reputasi auditor terhadap *initial return* menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan. Hal ini berarti bahwa investor dalam memilih saham dari emiten yang melakukan IPO di Pasar Modal Indonesia menjadikan reputasi

auditor sebagai pertimbangan utama untuk berinvestasi. Pengaruh yang signifikan dari reputasi auditor ini menunjukkan bahwa para investor cenderung lebih mempercayai laporan keuangan yang diaudit oleh auditor bereputasi tinggi karena lebih kredibel sehingga harga saham dari emiten cenderung tidak *underpricing*.

IV. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. *Initial return* yang terjadi di Pasar Modal Indonesia berbeda secara signifikan dengan angka 5%.
2. DER, ROE, TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia.
3. TATO, reputasi *underwriter*, dan reputasi auditor secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *initial return* di Pasar Modal Indonesia, sedangkan DER dan ROE berpengaruh namun tidak signifikan.

REFERENSI

- [1] Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- [2] Hartono, 2005, *Hubungan Teori Signalling Dengan Underpricing Saham Perdana Di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Bisnis dan Manajemen, Vol. 5. No. 1: 35-50.
- [3] 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: Magister Manajemen, Universitas Diponegoro.
- [4] Sartono, Agus, 2001, *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, Yogyakarta : BPFE-UGM.
- [5] Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE-UGM.
- [6] Husnan, Suad 2001. *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP-AMP YKPN. Yogyakarta.
- [7] Pandey, I.M. (2015). *Financial Management*. 11 Th Edition. Vikas Publishing House PVT Ltd. New Delhi.
- [8] Tandililin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- [9] Ross, Stephen A.; Rudolph W. Westerfield and Bradford D. Jordan. 2002. *Fundamental of Corporate Finance*. Fifth Edition. New York : Mc Graw-Hill Higher Education.
- [10] Yolana, Chastina dan Dwi Martani, 2005, *Variabel-variabel yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001*, Simposium Nasional Akuntansi VIII, 538-553.
- [11] Sharpe, William F.; Gordon J. Alexander and Jeffrey V. Bailey. 2006. *Investasi*. Terjemahan Krishna Kamil. Edisi Keenam. Jakarta : PT Indeks.
- [12] Manao, Hekinus dan Nur Deswin, 2001. *Asosiasi Rasio Keuangan dengan Return Saham: Pertimbangan Ukuran Perusahaan serta Pengaruh Krisis Ekonomi di Indonesia*. Simposium Nasional Akuntansi IV, IAI, Oktober.
- [13] Kurniawan, Benny. (2007). *Analisis Pengaruh Variabel Keuangan dan Non Keuangan terhadap Initial Return dan Return 7 Hari Setelah Initial Public Offerings (IPO)*. Jurnal Universitas Diponegoro.
- [14] Razafindrambimina, Dominique, and Tiffany Kwan. 2013. *The Influence of Underwriter and Auditor Reputation on IPO Underpricing*. European Journal of Business and Management, Vol. 5, No.2.
- [15] Brigham, Eugene F. and Michael C. Ehrhardt. 2008. *Financial Management: Theory and Practice*. 12th Edition, Thomson: South Western.
- [16] Brealey, Myers. and Marcus. 2008. *Fundamental of Corporate Finance: Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, Terjemahan Yelvi A. Zainur, Jakarta: Salemba Empat.
- [17] Sulistio, Helen, 2005. *Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi terhadap Initial Return: Studi pada Perusahaan yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Jakarta*. Simposium Nasional Akuntansi VIII. 87-99.
- [18] Yasa, G. W. 2008. *Penyebab Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis. Vol.3 No.2, 145-157.
- [19] Trihendradi, C. 2010. *Step by Step SPSS 18: Analisis Data Statistik*. Yogyakarta: Andi.